

FACULTÉ DE DROIT DE L'UNIVERSITÉ DE PARIS

LA DETTE ANGLAISE ET LA GUERRE DE 1914

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

Présentée et soutenue le lundi 6 mars 1922, à 3 heures

PAR

J. HOUDAILLE

Diplômé de l'Ecole des Sciences politiques

Président : MM. ALLIX, Professeur
Suffragants { *FERNAND FAURE, Professeur*
DOLLÉANS, Chargé de cours

PARIS

JOUVE ET C^{ie}, ÉDITEURS

15, RUE RACINE, 15

—
1922

THÈSE
POUR
LE DOCTORAT

LA DETTE ANGLAISE ET LA GUERRE DE 1914

THÈSE POUR LE DOCTORAT
(SCIENCES POLITIQUES ET ÉCONOMIQUES)

Présentée et soutenue le lundi 6 mars 1922, à 3 heures

PAR

J. HOUDAILLE

Diplômé de l'Ecole des Sciences politiques



Président : MM. ALLIX, Professeur

Suffragants { *FERNAND FAURE, Professeur*
DOLLÉANS, Chargé de cours

PARIS

JOUVE ET C^{ie}, ÉDITEURS

15, RUE RACINE, 15

—
1922

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses: ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

A MON PÈRE

A MA MÈRE

LA DETTE ANGLAISE

ET LA GUERRE DE 1914

PREMIÈRE PARTIE

DETTE INTÉRIEURE

INTRODUCTION

La dernière guerre a été pour toutes les nations qui y ont pris part l'occasion de dépenses colossales qui ont dépassé les prévisions les plus pessimistes. Pour pourvoir à ces dépenses urgentes au premier chef puisqu'elles intéressaient la défense nationale, tous les moyens financiers ont été employés : augmentations d'impôts, emprunts à formes diverses, enfin inflation fiduciaire.

Malgré la généralité de ces phénomènes financiers, la politique suivie a varié beaucoup d'un pays à l'autre. Elle a varié d'abord avec les circonstances mêmes de la guerre qui ont atteint inégalement les belligérants, elle a varié aussi dans une mesure importante en raison des différences plus ou moins profondes qui séparent les nations modernes et leur donnent à chacune leur individualité : différences de mentalité et d'idées politiques, différences de vigueur économique et financière. Ainsi en a-t-il été notamment en ce qui concerne la politique de la dette.

A ce point de vue particulier comme d'ailleurs au point de vue général des finances de guerre, la Grande-Bretagne se

trouvait relativement aux autres belligérants dans une situation privilégiée. Hors d'atteinte de l'invasion, elle possédait de plus un système fiscal souple assis sur une organisation économique de premier ordre. Enfin la possession du premier centre financier du monde et d'un crédit séculaire basé sur une belle tradition de courage fiscal et d'ordre budgétaire semblait lui assurer des ressources d'emprunt illimitées.

Avant d'aborder l'étude chronologique des émissions du temps de guerre, il convient de tracer un tableau rapide de ce qu'était la dette britannique en 1914.

Depuis la fin des guerres de la Révolution et de l'Empire l'Angleterre avait pratiqué l'amortissement sur une très large échelle. D'un total de 800 millions de livres qu'elle avait atteint en 1815 la dette avait été réduite en 1899, malgré les dépenses de la guerre de Crimée, à 600 millions environ ; c'est là un fait unique dans les annales financières de l'Europe. La guerre du Transvaal provoqua un léger recul mais dès 1903 l'amortissement reprenait.

Une idée de l'ampleur de cet amortissement résulte des chiffres publiés dans les comptes de l'année 1913-1914. Sur un total de £ : 24.500.000 consacrées au service de la dette, £ 19.271.500 seulement représentaient les paiements d'intérêts ; 5.228.500 livres affectés au nouveau fonds d'amortissement avaient servi à des remboursements de capital.

Au 31 mars 1914 le montant de la dette inscrite au fonds consolidé s'élevait à 649 millions de livres dont le tableau ci-joint indique le détail.

Montant en capital de la dette anglaise au 31 mars 1914

1 ^{re} Dette consolidée (<i>funded Debt</i>).	£
Consolidés 2 1/2 % (conversion de 1888-89).	539.427.636
Consolidés antérieurs 2 1/2 et 2 3/4 %	33.644.347
Total de consolidés.	573.072.003
Dettes statutaires 2 1/2 % aux Banques d'Angleterre et d'Irlande	13.645.869
Total de la dette consolidée.	586.717.872

2° *Annuités terminables (estimées en capital).*

Annuités viagères et annuités à terme expirant en 1924-1925	29.532.219
--	------------

3° *Dette non consolidée (Unfunded Debt).*

Bons du Trésor à 6 mois	£ : 13.000.000	
Obligations de l'Echiquier 2 3/4 et 3 % remboursables en avril 1913.	£ : 20.500.000	
Total de la dette non consolidée.	33.500.000	33.500.000
Total de la dette dont l'intérêt est compris dans la charge annuelle permanente du fonds con- solidé.		649.770.091
Autre dette contractée pour les besoins de certains services et non inscrite au fonds consolidé.		56.384.019
Total de la dette anglaise au 31 mars 1914. . .		706.154.110

En y joignant le montant d'un certain nombre d'émissions opérées par l'Echiquier depuis 1873 en vertu de loi spéciales et pour des besoins spéciaux on obtient le total global de 706 millions de livres.

La statistique anglaise rapproche de ce passif les éléments d'actif dont disposait l'Echiquier à la même date du 31 mars 1914 et qui s'élevaient à plus de 48 millions de livres ; sur ce chiffre près de 33 millions représentaient la valeur marchande des actions du canal de Suez et 10 millions et demi la balance du Trésor aux deux banques d'Angleterre et d'Irlande ; le reste était constitué par des avances non remboursées.

Enfin on peut mentionner encore avec la statistique officielle remarquablement consciencieuse, les emprunts émis soit par des gouvernements étrangers, soit par des collectivités anglaises autres que l'Etat, mais garantis par celui-ci soit en capital, soit simplement pour les intérêts. Ces emprunts s'élevaient ensemble à 226 millions et demi de livres (1). En rapprochant ce chiffre de la dette proprement dite on arrive à une somme maxima de £. 932.696.310 représentant le total des engagements directs ou indirects du Trésor britannique au 31 mars 1914.

1. Au 31 mars 1919 le total des emprunts garantis, très légèrement augmenté, s'élevait à £ 235.800.000. L'augmentation a porté uniquement sur la dette locale anglaise.

CHAPITRE PREMIER

LES EMPRUNTS INTÉRIEURS DU DÉBUT DE LA GUERRE A DÉCEMBRE 1915

§ 1. — Les premiers mois de la guerre

Le début d'une guerre est généralement une période d'opérations de Trésorerie à caractère essentiellement provisoire. C'est là en effet la seule ressource possible : les besoins immédiats sont immenses et la désorganisation des marchés inséparable de la crise politique, ne permet pas avant longtemps l'émission d'un grand emprunt.

Plus que la France et surtout que l'Allemagne, l'Angleterre fut prise à l'improviste au point de vue financier et même monétaire.

En France une certaine préparation existait ; mais l'effet en fut contrebalancé et au delà par les difficultés de l'invasion. Ces difficultés firent que la période d'emprunts provisoires fut bien plus longue en France, — notre premier 5 0/0 n'ayant pu être émis qu'en novembre 1915. L'Angleterre plus heureuse put se ressaisir bien plus rapidement et trois mois et demi après la déclaration de guerre lancer son premier appel au marché des capitaux à long terme. A quelles ressources recourut-elle dans l'intervalle ? Deux procédés étaient couramment employés en 1914 pour les besoins de la Trésorerie : à savoir l'émission des Treasury Bills (Bons du Trésor) et les avances dites par voies et moyens (Ways and Means Advances) de la Banque d'Angleterre. L'Echiquier se contenta de les employer à une grande échelle en attendant l'emprunt qui permettrait de consolider les résultats acquis.

Dès le 8 août 1914 un « Vote of Credit » de 100 millions de £ était voté par le Parlement. La plus grande part en fut demandée aux Treasury Bills.

En trois mois et demi on en émit pour 90 millions de £ répartis en six tranches successives de 15 millions. Suivant l'habitude anglaise d'avant guerre ces Treasury bills étaient offerts à montant global limité et souscrits par adjudication (by tender) aux conditions les plus avantageuses pour le Trésor. — Les adjudications eurent lieu respectivement les 19 et 26 août, 16 septembre, 7 et 21 octobre et 4 novembre ; elles se firent au taux moyen de 3 1/2 0/0.

Dans la même période un total net de 15 millions de £ d'avances par voies et moyens avaient été créées.

C'étaient là des chiffres considérables pour l'époque. La circulation totale de Treasury Bills au 1^{er} août 1914 ne s'élevait en effet qu'à 13 millions 1/2 de £ dans un mois où les besoins de l'Echiquier sont relativement considérables vu les faibles rentrées d'impôts.

En outre comme le faisait observer M. Lloyd George dans son « Budget speech » du 17 novembre, sur les 91 millions de Treasury bills alors en circulation 38 1/2 étaient remboursables avant la fin de l'année financière, 45 en avril et en mai et 7 1/2 seulement (soit moitié de l'adjudication de septembre 1914) à l'échéance de septembre 1915. Il fallait être en mesure de pourvoir à ces remboursements et aussi à celui des autres avances par voies et moyens, de caractère essentiellement temporaire.

§ 2. — Emprunt 3 1/2 0/0 de 350 millions £

Outre qu'on ne pouvait laisser s'enfler indéfiniment cette dette flottante, on ne croyait plus en novembre 1914 à une guerre de quelques mois ; il devenait nécessaire pour la conduite même des opérations de ne plus vivre au jour le jour et de se procurer des fonds susceptibles de durer quelques mois.

Aussi au moment de demander au Parlement un nouveau

« Vote of Credit » M. Lloyd George alors Chancelier de l'Echiquier se décida-t-il à émettre dès lors un grand emprunt. Les dépenses de guerre étant à cette époque faibles relativement, la formule adoptée fut celle d'un emprunt à montant limité.

Dans son « Budget speech » du 17 novembre (1) faisant le compte du déficit total de l'année financière 1914-1915, M. Lloyd George l'évaluait à 339 millions et demi de livres. En regard il inscrivait certaines ressources : le nouveau fond d'amortissement, véritable trésor de guerre, devenait disponible en vertu de ce principe de bon sens qui interdit d'amortir d'une main lorsque l'on emprunte de l'autre à des taux plus onéreux. Cependant en raison de certains remboursements obligatoires et du service des Treasury bills émis depuis la guerre on ne pouvait disposer de ce chef que de £ 2.750.000 au lieu de £ 6.750.000 primitivement inscrits au budget.

En ajoutant à cette somme 15 millions 1/2 d'impôts nouveaux et les 91 millions obtenus des ventes de Treasury Bills, M. Lloyd George concluait en réclamant une somme minima de 230 millions pour achever l'année financière. Il se hâtait d'ailleurs d'ajouter que la situation du Trésor serait bien plus solide s'il pouvait emprunter de quoi faire face en outre aux trois premiers mois de l'année 1915-1916. Il eut gain de cause et le chiffre de 350 millions de £ qu'il proposait fut adopté.

Des questions de principe se posaient aussi à propos de ce premier emprunt de guerre et il convient d'autant plus de s'y arrêter, que sur certains points la politique anglaise prit dès lors une attitude très nette dont elle ne se départit pas dans la suite.

Tout d'abord émettrait-on en perpétuel ou en amortissable ?

Contrairement à ce qui se passe en France où le type normal de l'emprunt d'Etat est l'emprunt en perpétuel, l'habitude anglaise est plutôt défavorable à ce mode d'émission. Sans doute il y eut dans l'histoire financière anglaise des emprunts en perpétuel, mais la tradition la plus récente celle notamment de la guerre du Transwaal, militait en faveur

1. *Times* du 17 novembre 1914.

du type amortissable. Les arguments ordinaires furent d'ailleurs invoqués : l'emprunt remboursable à date fixe est bien moins sujet à dépréciation que l'emprunt en perpétuel ; s'il vient à baisser il remonte en tous cas automatiquement quand l'échéance approche. Il est donc plus attrayant pour le public et par suite plus avantageux pour l'Etat qui peut le placer à un taux d'intérêt moindre, qu'un emprunt perpétuel.

L'emprunt de 350 millions fut donc du type amortissable comme d'ailleurs tous les emprunts britanniques qui suivirent.

La crainte d'une dépréciation ultérieure était si forte que la garantie du remboursement à date fixe ne parut pas suffisante. Les financiers anglais consultés réclamèrent l'émission au-dessous du pair ; la prime qui en résultait était selon eux une compensation légitime des risques de dépréciation du capital (1).

Il restait à fixer le taux. Le « discount » moyen obtenu dans les adjudications de Treasury Bills ayant été de $3\frac{1}{2}$, un emprunt à long terme devait se rapprocher du taux type de 4 0/0. On émit donc du $3\frac{1}{2}$ à 95 ce qui procurait un intérêt immédiat de 3,68 0/0 et au moment du remboursement du pair fixé au 1^{er} mars 1928 un rapport moyen annuel sensiblement égal à 4 0/0.

L'Echiquier se réservait d'ailleurs la faculté de rembourser dès le 1^{er} mars 1925 moyennant un préavis de trois mois, ce qui indirectement excluait toute possibilité de conversion avant cette date.

Sur un autre point la Trésorerie britannique prit une attitude assez tranchante. Aucune faculté de conversion n'était prévue dans le prospectus de l'emprunt pour les porteurs de l'ancienne dette. Dans de pareilles conditions une baisse immédiate devait se produire sur les cours. Une question fut posée à ce sujet le 26 novembre 1914 à la Chambre des communes et notamment sur les inconvénients qu'entraîne-

1. L'idée est particulièrement soutenable si l'on songe qu'il est une forme de dépréciation spéciale que la clause de remboursement à terme fixe ne saurait prévenir : à savoir celle qui résulte d'une diminution du pouvoir d'achat de l'unité monétaire. Il semble cependant qu'à ce moment on n'ait pensé qu'à une simple baisse des cours.

rait cette baisse pour les établissements de bienfaisance ou d'assurance qui ont placé leurs disponibilités en fonds d'Etat. M. Montagu, secrétaire de la Trésorerie, se contenta de répondre qu'il y avait là un risque inhérent à tout placement en fonds publics ; qu'au reste les mesures prises par le gouvernement pour conjurer la crise avaient soutenu les cours en empêchant la réalisation forcée des titres, enfin qu'« il « serait tout à fait impossible en prévision des appels au « pays pour la continuité de la guerre de donner des bénéfices extracontractuels aux porteurs de « Consols » en vue « de maintenir artificiellement le prix de ces valeurs même « si une pareille manière d'agir pouvait être adoptée sans « violer la justice qui est due au contribuable (1). »

Le Trésor ne se désintéressait pas également des effets d'ordre monétaire, dont la répercussion se serait fait sentir dans la suite sur ses propres opérations. L'emprunt dépassait en importance toutes les émissions qui l'avaient précédé. Il était à craindre qu'une telle concentration de fonds ne provoquât une tension monétaire fâcheuse ; pour obvier à ces conséquences deux ordres de mesures étaient prises. En premier lieu faculté était donnée aux souscripteurs d'échelonner leurs versements sur une période de cinq mois se terminant le 26 avril, les souscriptions ne devant être accompagnées que d'un dépôt de 2 0/0 de leur montant. Ainsi répartis dans le temps les inconvénients monétaires seraient fort atténués.

En outre la Banque d'Angleterre stipulait des conditions de faveur pour les prêts qui lui seraient demandés sur les titres de l'emprunt 3 1/2 : jusqu'au 1^{er} mars 1918 elle s'engageait à prêter sur ces titres, sans garantie collatérale, une somme égale au taux d'émission, en se contentant d'un intérêt inférieur de 1 0/0 à son taux d'escompte officiel.

Quant à la forme des titres une innovation importante était réalisée. Il n'existait jusque-là en ce qui concerne la dette anglaise que des titres nominatifs. Pour faciliter et élargir le placement de l'emprunt l'option était donnée aux souscrip-

1. Citation empruntée à M. Jèze, *Les Finances de guerre de l'Angleterre*, t. I, p. 196.

teurs entre la forme nominative et la forme « au porteur ». Par contre le montant minimum des souscriptions était de 100 £. En cela M. Lloyd George se conformait d'ailleurs à la tradition. De tout temps en effet les rentes n'ont eu en Angleterre qu'un marché extrêmement restreint. Le nombre des porteurs de rentes était infime en 1914 relativement à ce qu'il était dans d'autres pays. Mais l'immensité des sommes à réunir pour la conduite de la nouvelle guerre semblait exiger un élargissement notable de ce marché.

Dans son discours du 27 novembre 1914 (1) où il rendait compte des résultats de l'emprunt, M. Lloyd George soulignait ce fait qu'il avait réuni environ 100.000 souscriptions (au lieu de 25.000 lors du grand emprunt de la guerre du Transvaal). Il concluait à une augmentation de la part des petits souscripteurs.

Cependant bien peu avait été fait dans cette voie et le minimum de 100 £ restait fort élevé : l'emprunt laissait de côté la masse de petits épargnants. C'est ce que M. Lloyd George lui-même avait d'ailleurs reconnu dans son Budget speech du 17 novembre. Mais des raisons sérieuses existaient alors qui déconseillaient le recours à la petite épargne. Le marché anglais sortait à peine de la secousse bancaire très grave que lui avait imprimée la déclaration de guerre et qui avait nécessité l'intervention gouvernementale : le moratorium et les avances sous forme de « Currency Notes ». On craignait que l'appel aux petites souscriptions en provoquant les retraits des sommes déposées dans les Banques ou dans les Caisses d'Epargne, ne fit renaître des difficultés dont on sortait à peine.

Dans un élan d'optimisme M. Lloyd George déclarait préférer ce dont il était forcé de se contenter, à savoir les souscriptions des Banques. Le prospectus annonça en effet en même temps que l'ouverture de l'émission, l'existence de souscriptions s'élevant déjà à 100 millions de livres. Cette somme représentait la part des banques : l'emprunt était

1. *Times*, 28 novembre 1914.

rangé au nombre des placements autorisés par le Trustee Act.

Tels étaient les traits principaux du premier emprunt de guerre anglais. Ajoutons qu'aucune immunité fiscale n'y était attachée, la question n'ayant même pas été soulevée au Parlement : les arrérages étaient donc soumis à la cédule C et indirectement, avec les autres revenus du rentier à la Super-tax.

L'emprunt 3 1/2 0/0 fut en somme un succès surtout si l'on se reporte aux conditions où il fut émis. Le moratorium venait de cesser le 4 novembre et le Stock Exchange, encore fermé, ne put pas jouer son rôle ordinaire d'absorption et de classement. Le montant total à couvrir (350 millions à 95 0/0 soit 332.500.000 £) fut dépassé notablement puisque 96 0/0 seulement furent alloués aux grosses souscriptions. Etant donnée l'absence presque complète dans les chiffres de l'élément habituel de spéculation, c'était là un résultat remarquable. Il fut dû notamment au concours actif de la Banque d'Angleterre. A la même époque le premier emprunt de guerre allemand illimité émis à des conditions bien plus avantageuses, produisait 4.460 millions de marks soit au pair 218 millions de £.

§ 3. — La Trésorerie au début de 1915

Les précautions prises pour obvier aux inconvénients monétaires qui auraient pu résulter de l'emprunt ne furent pas vaines : le marché en fut très peu incommodé. Au reste la stagnation des affaires évitait à l'Echiquier toute concurrence.

Après une interruption assez longue la Trésorerie reprit ses émissions « by tender » de Treasury Bills.

D'autre part pour faire face à l'échéance d'obligations de l'Echiquier (Exchequer Bonds) placées avant la guerre, 50 millions de £ d'obligations nouvelles du type 3 0/0 furent mises en adjudication suivant le mode en usage pour les Treasury Bills. L'émission commencée le 6 mars procura un total de £ 47.942.345 ; le taux moyen de placement en

ressortait sensiblement à 4 0/0. Les nouveaux Exchequer Bonds 3 0/0 étaient remboursables au pair le 24 mars 1920.

Le mois d'avril 1915 fut marqué par un changement important en ce qui concerne les opérations à court terme et parmi elles les ventes de Treasury Bills. Le procédé habituel des adjudications à montant limité faisant ressortir un taux de placement variable suivant les offres spontanées du marché, fut remplacé par la vente à un taux unique officiellement fixé et sans limitation de montant.

Ce nouveau mode d'émission à guichet ouvert, ou comme disent les Anglais sur le comptoir (*over the counter, on tap*) était la conséquence logique de ce fait que l'Etat était alors le principal emprunteur sur le marché des capitaux à court terme. Mais en même temps son adoption renforçait singulièrement la position de l'Echiquier : l'existence d'une demande illimitée à un taux donné impose ce taux à l'ensemble du marché.

Le taux officiel des Treasury Bills eut pendant la guerre une influence prépondérante sur le « Money Market », complétant et même peut-on dire, supplantant l'action devenue imparfaite du taux de la Banque d'Angleterre.

§ 4. — Emprunt 4 1/2 0/0 (1925-1945)

Cependant le « vote of credit » de novembre 1914 commençait à s'épuiser. De nouvelles ressources devenaient nécessaires.

Le nouveau chancelier de l'Echiquier M. Mac Kenna nommé en remplacement de M. Lloyd George (juin 1915) annonça une nouvelle demande de crédits de 250 millions de £. En même temps il préparait les termes d'un nouvel emprunt.

Les dépenses de guerre croissaient de jour en jour ; d'une moyenne de 1 million de £ au début, elles atteignaient maintenant 3 millions. En dehors de ces besoins immédiats M. Mac Kenna s'inquiétait avec raison de la situation de la Trésorerie. Depuis qu'avaient cessé les rentrées du chef de l'emprunt 3 1/2 0/0, c'est-à-dire depuis la fin d'avril on avait recouru largement aux ventes de Treasury Bills. Le nouveau

système de vente « sur le comptoir » avait eu pour but d'en accélérer le placement.

Aussi au 19 juin 1915 le montant en circulation s'élevait-il à 247.706.000 £ dont 72.500.000 émis par adjudication. Le nouvel emprunt permettrait d'arrêter voire même de réduire ce développement inquiétant de la dette flottante.

Le rendement du 3 1/2 0/0 d'après les cours de juin 1915 atteignait 4 1/4 0/0; on ne pouvait donc songer à emprunter au-dessous de 4 1/2 0/0. Comme d'autre part M. Mac Kenna se décida pour une émission au pair, l'emprunt fut du type 4 1/2.

On avait proposé il est vrai un 4 0/0 exempt d'income tax et il est probable que l'exonération d'impôt en eût assuré le succès malgré la différence d'intérêts. La combinaison apparut à cette époque comme une complication inutile et qui eût constitué une gêne pour le cas à prévoir d'une élévation ultérieure de l'income tax.

L'emprunt ainsi défini fut émis à la différence du premier emprunt de guerre pour un montant illimité. Le chancelier de l'Echiquier en donna la raison à la Chambre des Communes : une limitation serait de toutes façons regrettable, soit que la limite n'ait pas été atteinte, auquel cas l'emprunt apparaîtrait comme un insuccès, soit qu'elle ait été dépassée ce qui ferait regretter au chancelier de l'Echiquier de n'avoir pas demandé davantage. Sous une forme humoristique c'était affirmer cette idée logique que les besoins de la guerre étant pratiquement illimités l'emprunt devait l'être également.

Une autre raison aurait rendu malaisée la fixation d'une limite globale ; une clause prévoyait en effet à côté des versements en espèces des souscriptions en titres de la dette d'avant guerre ou de l'emprunt 3 1/2 0/0.

C'était là rompre avec la politique adoptée par M. Lloyd George lors du précédent emprunt. L'innovation se heurta d'ailleurs à d'assez vives critiques. L'*Economist* (n° du 26 juin 1915) s'indigna de cette générosité, qualité inédite chez un chancelier de l'Echiquier, et demanda en vertu de quels principes l'Etat obligé de contracter dans de mauvaises conditions doit nécessairement réformer sur les nouvelles bases les contrats qu'il a passés jadis dans des termes plus favorables.

Cependant M. Mac Kenna mettait à ces conversions des conditions assez avantageuses pour le Trésor. Les conversions de 3 1/2 devaient être accompagnées de versements en espèces égaux à 105 0/0 du montant nominal converti. Il était vrai d'ailleurs qu'il importait au succès même du 4 1/2 que les porteurs du 3 1/2 souscrit six mois auparavant ne fussent pas trop lésés.

Pour les souscriptions en consolidés la proportion des versements en espèces devait être plus large encore. De plus ils étaient pris non pas au pair mais à 66 2/3 0/0 de leur valeur nominale ce qui avait l'heureux effet d'annuler 1/3 du capital dû (50 £ de 4 1/2 pour 75 de consolidés.) Les annuités 2 1/2 et 2 3/4 0/0 étaient acceptées à des taux analogues (£ 78 et £ 67 respectivement pour £ 50 de 4 1/2 0/0).

Les souscriptions ouvertes jusqu'au 10 juillet devaient être accompagnées d'un dépôt de 5 0/0 ; le surplus était échelonné par fractions de 10 et 15 0/0 jusqu'au 26 octobre, mais des avantages étaient faits aux souscripteurs qui se libéraient immédiatement. L'emprunt était remboursable suivant la mode anglaise en totalité et au pair le 1^{er} décembre 1945. M. Mac Kenna restait d'autant plus fidèle au type amortissable qu'il s'adressait cette fois très largement aux petits souscripteurs : il importait de rassurer ceux-ci contre la crainte d'une dépréciation ultérieure. Autre trait remarquable et qui répondait au même ordre de préoccupations, l'emprunt était déclaré convertible au pair dans le cas d'une nouvelle émission à des conditions plus avantageuses. On décidait ainsi les hésitants qui eussent préféré se réserver pour l'avenir.

Une des caractéristiques de l'emprunt 4 1/2 était l'appel aux petites souscriptions ; outre les titres émis par les Banques, des coupures de 25 et 5 £ pouvaient être achetées dans les bureaux de Poste. Enfin on pouvait même se procurer des certificats (scrip vouchers) de 5 shellings portant intérêt à 5 0/0 l'an pour chaque mois plein ; contre présentation de 20 de ces certificats un titre de 5 £ était remis. Fait nouveau dans les finances anglaises, la petite épargne était appelée à souscrire.

Les résultats de l'émission répondirent aux conditions en

somme avantageuses dans lesquelles elle était faite. Les versements en espèces atteignirent £ 592.343.180.

Par contre d'après les déclarations faites le 17 novembre suivant par le chancelier de l'Echiquier le montant nominal des titres convertis, inférieur aux prévisions ne dépassa pas 347 millions 1/2 de £ ainsi décomposés (*Economist*, 20 nov. 1915).

Titres convertis	Montant converti	Montant en circulation avant la conversion
	Milliers de liv. st.	Milliers de liv. st.
Consolidés	204.000	536.101
Annuités 2 1/2 0/0	7.500	29.812
Annuités 2 3/4 0/0	1.000	3.813
Emprunt de guerre 3 1/2 0/0	135.000	350.000
	<u>347.500</u>	

Le montant des titres émis en échange de ces conversions se chiffra par environ 276 millions 1/2 de £.

Le produit total de l'emprunt n'était pas loin d'atteindre 900 millions de £.

CHAPITRE II

DEUXIÈME PÉRIODE DE GUERRE DE NOVEMBRE 1915 A OCTOBRE 1917

Le produit de l'emprunt de juin-juillet 1915 permit de procéder à une réduction du montant des Bons du Trésor en circulation. De 235 millions de £ le 21 août ceux-ci tombèrent le 23 octobre à 223 millions ; mais les rentrées résultant de l'emprunt ayant cessé la progression reprit aussitôt. Le 6 novembre le public détenait pour 235 millions 1/2 de Treasury Bills et les chiffres continuaient à augmenter pour atteindre le 11 décembre 358 millions de £. La dette flottante devenait menaçante et il était urgent de recourir à un autre mode d'emprunt.

§. 1. — Les émissions d'Exchequer bonds. Les Certificats d'Epargne de guerre

Des soucis d'un autre ordre occupaient alors le Chancelier de l'Echiquier ; l'importance plus grande tous les jours des achats à faire à l'étranger rendait nécessaire une politique d'emprunt suivie sur les marchés extérieurs et notamment aux Etats-Unis. L'emprunt franco-anglais de 500 millions de £ contracté à New-York en octobre 1915 et dont on trouvera les détails à l'exposé séparé qui sera fait de la dette extérieure, devait être suivi d'opérations nouvelles ; pour faciliter celles-ci on procéda à une véritable mobilisation financière de l'actif que la Grande-Bretagne possédait à l'encontre de l'étranger sous forme de valeurs étrangères.

Dans le plan Mac Kenna présenté le 13 décembre à la Chambre des Communes l'option était laissée au porteur entre le prêt ou la vente de ses titres au Trésor. Dans l'hypothèse de la vente les paiements devaient être faits en obligations de l'Echiquier 3 0/0 (Exchequer Bonds) à 5 ans.

Sur des suggestions émanées des milieux financiers il fut décidé de procéder en même temps à leur mise en vente. L'instrument remplirait ainsi deux fonctions également urgentes. En particulier, si l'émission dans le public réussissait elle permettrait d'enrayer l'accroissement de la dette flottante tout en éloignant la nécessité d'un nouvel emprunt de grande envergure.

Entre les nouvelles obligations et les obligations 3 0/0, émises en mars 1915 la différence était la même qu'entre les Treasury Bills actuellement en vente et les anciennes séries souscrites « by tender » ; comme les Treasury Bills les Exchequer Bonds 3 0/0 étaient offerts à guichets ouverts, pour une période et un montant indéfinis. Mais ils ne s'adressaient pas aux mêmes catégories de ressources. Les Treasury Bills drainent les disponibilités à court terme ; ils jouent exactement le rôle d'un papier d'escompte commercial jouissant d'un crédit très général. Par leur durée et par leur montant les Exchequer Bonds font appel à un marché plus large que celui de l'escompte. Ils constituent d'abord un placement à trop longue échéance pour pouvoir être absorbés en grande quantité par le marché monétaire. En outre, par leur montant ils visent à atteindre davantage la masse des épargnants. Dès le 16 décembre on pouvait souscrire aux Exchequer Bonds pour 100 £ tandis que le minimum des Treasury Bills était de 1.000 £. Le 3 janvier suivant on annonçait la mise en vente d'Exchequer Bonds de 50, 20 et 5 £ aux mêmes conditions que leurs aînés. Sur tous les titres émis au pair les intérêts étaient payables par semestre.

On créait ainsi un type intermédiaire (comme les obligations françaises de la Défense Nationale) entre l'emprunt à long terme et les Bons du Trésor, mais toutefois se rapprochant davantage du premier par la qualité des souscripteurs qu'il

visé. Aussi a-t-on pu en faire dans une certaine mesure le substitut d'un grand emprunt.

La substitution ne laissait pas de présenter certains avantages : la tension monétaire inséparable des grands emprunts malgré l'échelonnement des versements, disparaît en effet avec le procédé de l'émission continue. D'un autre côté la double expérience du 3 1/2 et du 4 1/2 0/0 avait démontré que ces grandes opérations s'accompagnent toujours de phénomènes d'inflation soit que les banques par leurs propres souscriptions enflent directement la masse des comptes courants, soit qu'elles le fassent indirectement en prêtant à leurs clients sous la pression des circonstances.

Avec l'émission continue disparaissent les chances d'inflation résultant de la nécessité de souscrire des sommes très importantes dans un délai relativement bref.

Au surplus, il y avait des précédents à la nouvelle opération : la période de la guerre du Transvaal avait connu de larges émissions d'Exchequer Bonds. C'était une façon, avait-on dit alors, d'escompter l'indemnité de guerre que l'Angleterre exigerait des vaincus. Encore faut-il en pareil cas être sûr que les vaincus soient en état de payer. Dans la guerre actuelle les probabilités étaient plus incertaines encore. On ne parla pas d'indemnité à escompter. L'opération fut donnée plutôt comme un procédé empirique qui permettait de remettre à plus tard le prochain emprunt avec les inconvénients qu'il entraînerait.

Dans ces conditions un défaut apparaissait que les faits confirmèrent dans la suite, à savoir la trop courte durée des nouveaux titres dont les échéances devaient peser sur des années financières difficiles.

Une clause tendait toutefois à obvier à ce danger. Les Exchequer Bonds étaient déclarés convertibles en cas d'emprunt ultérieurement émis par le Trésor britannique. Par là une consolidation pouvait se faire automatiquement ; mais dans quelle mesure se ferait-elle ?

La clause de convertibilité était plutôt un avantage assuré à l'acheteur. Dans l'ensemble les conditions étaient avanta-

geuses. Le taux de 5 0/0 ne put être évité, les Treasury Bills ayant dû eux-mêmes être portés à ce taux.

Les emprunts antérieurs n'étaient pas convertibles en Exchequer Bonds (le 3 1/2 ne contenant aucune clause de convertibilité et pour le 4 1/2 les Exchequer Bonds à court terme en ayant été exclus d'avance) il en résulta par suite une chute immédiate de leurs cours.

Aussi l'émission fut-elle tout d'abord mal accueillie par la City. La baisse du 4 1/2 0/0 auquel de nombreuses Sociétés avaient souscrit était particulièrement gênante en décembre, au moment de l'établissement des bilans de fin d'année.

Cependant leurs avantages et l'attrait de la nouveauté en firent bientôt un placement recherché. Les ventes augmentèrent rapidement pendant le mois de janvier et en outre une grande quantité de titres américains furent échangés. Malgré cette concurrence les ventes de Treasury Bills continuaient pourtant à être considérables ; aussi à la fin de mars prit-on le parti d'abaisser le taux uniforme de 5 0/0 alors en vigueur à 4 3/4 pour les bons à 6 et 9 mois et 4 1/2 pour les bons à 3 mois. Seuls les bons à 1 an restaient à 5 0/0.

De cette façon on orientait les capitaux vers les placements à plus long terme.

A cette période du début de 1916 se rattache une autre innovation qui eut une place importante dans la formation de la dette anglaise de guerre.

La prolongation des hostilités, dont à cette époque on ne voyait pas encore approcher le terme, et le souci d'éviter autant que possible l'inflation exigeaient que l'on recourût à toutes les ressources financières de la nation, sans en négliger aucune.

Or jusqu'ici une de ces ressources avait été peu exploitée, nous voulons parler de la petite épargne. Sans doute un effort avait été fait lors de l'emprunt 4 1/2 0/0. Mais les mesures prises étaient trop nouvelles pour avoir pu produire des résultats importants. Les coupures émises à ce moment eurent peu de succès. Seuls avant la guerre les gros capitaux étaient placés en rentes. Il y avait un courant à créer dans les milieux modestes. De plus la petite épargne a été de tout

temps en Angleterre bien moins développée que sur le continent et surtout en France.

Le problème était donc non pas seulement de drainer cette épargne mais de l'éduquer et même dans une certaine mesure, de la créer.

Un mouvement qui se dessinait dans les milieux financiers aboutit à la création au début de 1916 du Comité National des Epargnes de guerre. La présidence en fut offerte à M. Robert Kindersley (depuis Sir R. Kindersley), un des premiers spécialistes financiers de Londres et administrateur de la Banque d'Angleterre. Les bureaux s'installèrent dans un vaste hôtel réquisitionné à cet effet.

Le Comité avait pour mission d'organiser une campagne très active en faveur des économies, et du placement de ces économies en certificats d'épargne de guerre (War savings certificates) créés à cet effet. Mis en vente au prix de 15 sh. 1/2 ces certificats étaient remboursables en décembre 1920 à 1 livre sterling.

Le 1^{er} mars 1916 la campagne débutait par une séance solennelle à l'Hôtel de Ville de Londres. On ne se borna pas à quelques discours ; il était nécessaire pour obtenir des résultats d'entrer en contact étroit avec les milieux ouvriers : un vaste réseau fut organisé de façon à susciter et à canaliser les économies par tout le pays. Des Comités de Comté, des Comités centraux, des Comités locaux furent créés qui prodiguèrent les brochures et les conférences, adaptant habilement leur propagande au milieu auquel elle était destinée. « Au commencement du mois de janvier 1907, écrit M. Lachapelle, le Comité National avait déjà groupé en Angleterre et dans le pays de Galles 903 comités auxquels se rattachaient 17.781 associations. Dès la fin de 1917 le nombre des comités s'élevait à 1.619 et le nombre des associations à 37.840. Par suite l'action générale du Comité National pouvait s'exercer à l'infini, se répandre partout. Grâce à sa puissante organisation il pouvait en quelques heures communiquer des renseignements et faire distribuer des imprimés dans tout le pays. » (A. Lachapelle, *Finances de guerre de l'Angleterre*, p. 240.)

Une fois passée par la période d'organisation, dès le début de juin 1916, les Certificats d'Epargne jusque-là réservés aux petits épargnants furent mis en vente dans les bureaux de Poste, à guichets ouverts. On ne pouvait faire plus pour en faciliter et en répandre le placement.

Les War Savings Certificates eurent bientôt une part appréciable dans les rentrées hebdomadaires de l'Echiquier. Ils jouèrent en Angleterre le rôle qui fut dévolu en France aux petites coupures des Bons de la Défense. Les avantages qu'ils présentent aujourd'hui même, semblent devoir les faire classer parmi les moyens de Trésorerie normaux du temps de paix.

Malgré cet appoint le placement des Exchequer Bonds et des Treasury Bills devait rester la principale source de recettes. Pour stimuler la vente des Exchequer Bonds par les Banques, on leur offrit de convertir leurs titres de 4 1/2 en Exchequer Bonds au taux de £ 20.000 de ceux-ci pour £ 20.227 de 4 1/2, à la condition qu'ils procurent au Trésor la vente de £ 80.000 d'Exchequer Bonds pour chaque tranche de 20.000 £ par eux reçue. Au cas où il en était usé, cette faculté remplaçait la commission habituelle d'1/8 0/0.

Pour les banquiers la combinaison était nettement avantageuse. La légère perte en capital était compensée largement par une augmentation de revenu appréciable et surtout par ce fait que leurs fonds étaient moins immobilisés dans le nouveau placement.

Au Trésor elle tendait à procurer un surplus de recettes mais au point de vue de la consolidation c'était une conversion à rebours. Il y eut ainsi malgré la clause insérée au prospectus du 4 1/2 0/0 des conversions de cet emprunt en Exchequer Bonds.

La première série d'Exchequer Bonds 5 0/0 remboursables en décembre 1920 fut retirée le 1^{er} juin. La nouvelle série émise au même taux était composée de deux sortes de titres dont les échéances étaient fixées respectivement au 5 octobre 1919 et 1921. A part cette différence ils étaient semblables de tous points à leurs prédécesseurs.

La préoccupation de concurrencer la vente des Treasury

Bills par des titres à plus long terme se traduisit au début de juin 1916 par une innovation.

L'Echiquier mit en vente des certificats de Dépenses de guerre à deux ans d'échéance (Two years War Expenditure Certificates) présentant sauf leur durée tous les caractères techniques des Treasury Bills. Emis au taux d'escompte de 5 0/0 bonifiable immédiatement, leur prix d'achat revenait à £ 90 les 100 livres, procurant un rapport net de 5 3/8 0/0.

Le Trésor était ainsi pourvu au moins provisoirement de ressources suffisantes.

Le moment ne semblait pas venu en effet de lancer un nouvel emprunt : on entraît dans une période de tension monétaire marquée, provoquée principalement par l'élévation des taux sur le marché de New-York et la baisse des réserves des banques américaines. Comme il arriva à maintes reprises au cours de la guerre le Trésor anglais dans son action sur le Money Market de Londres était obligé de se conformer aux taux en vigueur à New-York sous peine de voir les fonds anglais et étrangers déposés à Londres émigrer vers New-York.

Dès le milieu de juin le « discount » des Treasury Bills était relevé uniformément à 5 0/0. Un mois après le taux de la Banque d'Angleterre passait de 5 à 6 0/0 et simultanément les Treasury Bills étaient échelonnés à 5 1/2, 5 3/4 et 6 0/0. La semaine suivante le prix d'achat des war expenditure certificates était abaissé de £ 90 à 89.

Comme il fallait s'y attendre les Exchequer Bonds 5 0/0 furent délaissés pour les Treasury Bills mieux rémunérés pour une immobilisation moins longue.

Aussi la dette flottante allait-elle en augmentant rapidement. La masse des bons du Trésor en circulation avait dépassé 1 milliard de livres. Il devenait urgent de parer au déséquilibre des taux et pour cela de réajuster celui des Exchequer Bonds au niveau qu'imposaient les circonstances monétaires.

La clôture de la deuxième série d'Exchequer bonds 5 0/0 fut décidée ; en même temps on annonçait l'apparition au 1^{er} octobre de nouveaux Exchequer Bonds à 6 0/0 rembour-

sables au pair le 16 février 1920. Pour leur préparer la voie on abaissait à 3 1/2 0/0 le taux des Treasury Bills dont on espérait ainsi pouvoir réduire le total.

On ajournait encore le recours à un grand emprunt ; bien que moins aiguë qu'au mois de juillet la situation du marché était encore loin d'y être favorable. De plus on espérait encore une issue décisive à la grande offensive de l'été 1916.

Les Exchequer Bonds 6 0/0 furent bien accueillis par le marché ; dans les trois mois qui suivirent le Trésor vécut de cette émission.

Cependant aux approches de l'hiver la tension du loyer de l'argent s'atténuait peu à peu, si bien que lors de la crise de cabinet de décembre 1916 (1) qui substitua M. Bonar Law à M. Mac Kenna comme chancelier à l'Echiquier, la situation paraissait favorable à l'émission du grand emprunt si longtemps différé.

Dès le 20 décembre la sanction parlementaire lui était donnée. L'émission fut ouverte finalement le 12 janvier.

Avant d'aborder l'étude de l'Emprunt de la Victoire qui reste encore la pièce maîtresse de la dette britannique de guerre, il convient de préciser les résultats obtenus jusque-là, notamment par la politique d'emprunt suivie depuis la fin de l'année 1915.

Cette période que l'on peut appeler la période des Exchequer Bonds a été caractérisée par une politique d'emprunt à échéance assez courte. Les titres de plus longue durée, ceux des Exchequer Bonds de la deuxième série qui étaient remboursables au 5 octobre 1921 ne devaient vivre que cinq ans et quatre mois.

Si encore les Exchequer Bonds avaient suffi à pourvoir aux besoins de l'Echiquier il n'y aurait eu que demi-mal. Mais il n'en fut pas ainsi et parallèlement à cette dette à moyen terme si l'on peut dire, que constituaient les Exchequer Bonds, la dette flottante proprement dite s'accrut dans des proportions considérables. Quelques chiffres préciseront ces résultats.

1. Chute du ministère Asquith et formation du premier cabinet Lloyd George.

D'après l'*Economist* du 24 février 1917 le montant obtenu des ventes d'Exchequer Bonds 5 0/0 se répartissait ainsi qu'il suit :

	£ :	dont souscrit en 1916-1917 :
5 0/0 (2 ^e série) remboursables le 5 oct. 1919	34.262.604	34.262.604
5 — (1 ^{re} série) — 1 ^{er} déc. 1920	237.828.569	84.140.469
5 — (2 ^e série) — 5 oct. 1921	62.495.527	62.495.527
Total £	335.586.700	180.898.600
+ Exch. Bonds 6 0/0 remb. le 16 fév. 1920.	160.951.700	160.951.700
Total des 3 séries £	495.538.400	341.850.300

Malgré leur importance ces résultats n'étaient pas suffisants pour pourvoir à l'accroissement rapide des dépenses (6 millions de £ par jour en décembre 1916). La circulation des Treasury Bills passa de 358 millions de £ le 11 décembre 1915 (en augmentation de 100 millions sur le mois précédent) à plus de 1 milliard de £ à la fin d'octobre 1916.

Puis vint l'émission des Exchequer Bonds 6 0/0 qui réunirent finalement un chiffre de £ 160.951.700 (*Economist* 24 février 1917). Le total des trois séries à 5 et 6 0/0 émises du 16 décembre 1915 au 1^{er} janvier 1917 à des échéances variant entre trois ans et cinq ans s'élevaient ainsi à £ 495.538.400.

Voici en regard les chiffres atteints par les Treasury Bills et les Certificates à deux ans :

Treasury Bills au 6 janvier 1917.	£ 1.093.003.000
Warenditure Certificates au 1 ^{er} janvier 1917. £	29.878.500

Le total des emprunts anglais de toutes formes contractés depuis la guerre était évalué par le *Statist* du 6 janvier à £ : 3.006 millions; compte tenu des conversions, l'accroissement de la dette se réduisait à 2.756 millions.

§ 2. — Victory loan 4 et 5 0/0

Dès les premiers jours de janvier un certain nombre de mesures étaient prises, qui avaient pour but de faire la voie nette au nouvel emprunt.

Le 1^{er} janvier on opérait le retrait des Exchequer Bonds 6 0/0 et des War expenditure Certificates. Le 3 les ventes de Treasury Bills étaient arrêtées. Seuls les War Saving Certificates continuaient à être émis. A compter de cette date le Trésor vécut principalement d'avances par voies et moyens. La disparition brusque d'une demande de capitaux aussi considérable que celle du Trésor produisit immédiatement l'effet attendu : les taux de *discount* du marché monétaire accusèrent une chute marquée.

En outre cet arrêt des emprunts à court terme coïncidait justement avec une période d'échéances nombreuses : d'abondantes disponibilités arrivèrent de ce chef sur le marché et se trouvèrent sans emploi.

Dans la semaine du lundi 8 au samedi 13 janvier le taux des emprunts à court terme (Short loans) descendit à Lombard Street jusqu'à 3 1/2 0/0, taux inconnu depuis des mois.

Les circonstances avaient donc été heureusement choisies et dans une certaine mesure heureusement dirigées.

Le 12 janvier l'émission était ouverte.

Le nouvel emprunt était double. Le projet longtemps discuté d'émettre des titres exempts d'income tax avait fini par être réalisé. Deux types de rentes étaient créés : un type 5 0/0 émis à 95 0/0 et sujet à l'income tax, comme les titres des emprunts antérieurs, et un type 4 0/0 émis au pair exempt d'income tax, c'est-à-dire de la cédule C sur le revenu des capitaux mobiliers, mais sujet naturellement à la Supertax assise sur les revenus globaux du contribuable (de la même façon que la rente française, traditionnellement exempte de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, est soumise à l'impôt global). Pour le 5 0/0 lui-même l'impôt ne serait plus retenu à la source selon la pratique habituelle ; les dividendes de 5 0/0 seraient intégralement perçus et ne seraient assujettis à l'income tax qu'au taux approprié au revenu du titulaire (1).

Le 5 0/0 était remboursable au pair de 1929 à 1947, les

1. L'exemption à la base était à cette époque de 130 £ ; les petits épargnants avaient un avantage très net à prendre du 5 0/0 : ajoutons pour en finir avec le régime fiscal de l'emprunt que comme pour les

intérêts devaient en être payés semestriellement les 1^{er} juin et 1^{er} décembre.

Le 4 0/0 devait être amorti dans un délai plus bref de 1929 à 1942. Le service des intérêts en était fixé aux 15 avril et 15 octobre.

Le remboursement de l'emprunt avant les dates extrêmes de 1942 et 1947 était une faculté que le gouvernement pouvait exercer moyennant un préavis de trois mois.

Les souscriptions étaient reçues dans les banques par 50 livres ou multiples de 50 £. Elles devaient être accompagnées d'un dépôt de 5 0/0. Le reste s'échelonnait jusqu'au 30 mai à raison d'un versement de 15 0/0 et de 4 versements de 20 0/0. Toutefois des avantages étaient faits aux personnes qui se libéreraient avant le 2 mars.

Les titres de moindres valeurs descendant jusqu'à 5 £ étaient en vente dans les Bureaux de Poste. A côté des souscriptions en espèces, les Treasury Bills et les War Expenditure Certificates étaient pris aux taux d'escompte de 5 et 5 1/2 0/0 respectivement. Quant aux titres à long terme l'emprunt 4 1/2 de 1915 et les Exchequer Bonds 5 et 6 0/0 étaient convertibles en vertu de leurs propres clauses d'émission. Les porteurs de 3 1/2 qui avaient refusé la conversion en 4 1/2 et à qui aucune promesse n'avait été faite, étaient exclus de la nouvelle combinaison.

Par surcroît de garantie contre une dépréciation possible de l'emprunt une innovation était introduite : un fonds d'amortissement spécial constitué par prélèvement mensuel de 1/8 0/0 sur le montant total de l'emprunt devait être employé, toutes les fois que les cours baisseraient au-dessous du taux d'émission, au rachat sur le marché et à l'annulation d'un certain nombre de titres. C'était là plutôt un fonds de soutien qu'un fonds d'amortissement.

Enfin, particularité importante, le nouvel emprunt ne comportait aucun droit à conversion pour l'avenir.

La nouvelle émission ainsi définie fut soutenue par une

Exchequer Bonds, les « foreign holdings », c'est-à-dire des titres détenus par des personnes ne résidant pas en Angleterre étaient déclarés exempts de tout impôt anglais.

campagne très active qui se fit tout naturellement le prolongement de la « War Saving Campaign ». En outre des sommes appréciables qu'elle avait réunies, l'organisation créée par le Comité d'Epargne avait donné surtout une impulsion féconde. On arrivait alors aux moments les plus durs de la guerre. Aux difficultés financières, la mobilisation d'un nombre d'hommes sans cesse croissant, ajoutait des difficultés économiques. De plus en plus le problème financier apparaissait comme solidaire du problème économique.

Le Comité redoubla d'activité. Dans tous les journaux apparurent en bonne place à côté des courtes annonces invitant à manger moins de pain, des exhortations aux économies de tous ordres. Il fallait, disait-on, non seulement économiser le plus possible pour souscrire abondamment, mais même escompter des économies futures pour souscrire davantage encore. Les Banques consentirent à cet effet des conditions de faveur pour les prêts que leur demanderaient les souscripteurs. Il était entendu d'ailleurs que ceux qui auraient usé de cette faculté seraient admis pour l'assiette de l'Income Tax et de la Supertax à déduire l'intérêt de ces prêts du dividende de leurs titres.

Il y avait cependant un écueil à éviter, c'est que ces prêts ne devinssent l'origine d'une nouvelle inflation analogue à celle provoquée lors des deux premiers emprunts, par les souscriptions des Banques. Aussi insistait-on sur la nécessité de rembourser effectivement ces prêts dans le plus bref délai possible.

Jamais pareil appel n'avait été fait à l'esprit de patriotisme et de discipline de la nation anglaise. L'issue de la guerre était encore lointaine, des ressources immenses étaient nécessaires; aussi le chancelier, de l'Echiquier ne voulut-il pas compter uniquement sur les effets de cette propagande. A la séance solennelle qui eut lieu le 11 janvier 1917 au Guildhall et où MM. Lloyd George et Mac Kenna prirent aussi la parole, il tint à mettre brutalement la nation en face des nécessités de l'heure. Nous extrayons de son discours ce passage remarquable où il fait nettement allusion à la possibilité d'un emprunt forcé, et qui donne d'ailleurs la mesure des difficul-

tés avec lesquelles on était alors aux prises. « On s'étonnera, « déclara le chancelier, de ce que nous ayons payé un taux « aussi élevé et on se demandera si nous avons eu raison de « le faire. Laissez-moi dire ceci, et je ne le dis pas seulement « au nom de ce gouvernement, je suis persuadé au contraire « que cela s'appliquerait à tout autre gouvernement : aussi « longtemps qu'il y a de l'argent dans ce pays, la guerre ne « sera pas arrêtée. (*Acclamations*)... La situation de ce pays « rend nécessaires les achats à l'étranger ; il en résulte que le « taux de l'intérêt des capitaux nationaux (home money) est « beaucoup plus haut qu'il n'aurait été s'il n'y avait la néces- « sité de soutenir notre change. Mais si l'on prend en consi- « dération l'ensemble des obligations de l'Etat, il y a une « limite au loyer de l'argent que peuvent être fondés à payer « ceux qui sont responsables du gouvernement de ce pays. « Cette limite a été atteinte dans l'émission que nous présen- « tons maintenant au public. Aussi loin que je puis juger de « l'avenir, et, si je reste chancelier de l'Echiquier, aussi loin « que je peux avoir quelque action sur lui un taux d'intérêt « plus élevé ne sera pas payé. Si l'emprunt devait échouer et « je sais qu'il n'échouera pas (*acclamations*) les ressources « de la civilisation ne sont pas épuisées. (*Acclamations.*) Il y a « d'autres méthodes (*rires*) et si l'on se sert d'autres méthodes, « le taux ne sera pas 5 1/4 0/0. » (*Nouveaux rires.*)

On peut dire que tous les arguments avaient été employés pour le succès de cet emprunt d'ailleurs émis dans des circonstances favorables pour l'époque.

Les souscriptions furent reçues du 12 janvier au 16 février. Quelques jours après l'ouverture de l'émission le taux de la Banque d'Angleterre fut abaissé à 5 1/2, ce qui ne put que favoriser le placement.

Environ 860 millions de livres d'argent frais furent versés au Trésor ; le succès était remarquable. Il apparaît plus encore si l'on analyse la répartition des souscriptions ; leur total battit tous les records antérieurs : il avait été de 100.000 lors de l'emprunt 3 1/2 et de 1.100.000 lors du 4 1/2. Il fut cette fois de 8 millions ainsi groupés :

Souscriptions supérieures à 12 livres.	2.500.000
— inférieures à 12 livres.	2.800.000
Certificats.	2.700.000
	<u>8.000.000</u>

Les Banques qui s'étaient tenues prêtes à souscrire n'eurent pas à le faire. Leur participation qui avait été respectivement de 100 et de 200 millions lors des deux premiers emprunts fut cette fois superflue.

D'après les déclarations faites par M. Bonar Law dans son Budget Speech du mois de mai suivant, le total des émissions se décomposait ainsi qu'il suit (tableau du *Statist.*, 5 mai 1917).

Produit définitif de l'Emprunt de la Victoire

(Montant nominal en milliers de livres)

	3 %	4 %	Total
1° Souscriptions en argent frais y compris £ : 130.711.930 de Treasury Bills	966.048	22.658	988.706
2° Conversions.			
a) Emprunt 4 1/2 %	821.005	28.726	1.132.523
b) Exchequer Bonds 5 et 6 %	282.792		
Total des conversions	<u>1.103.797</u>	<u>28.726</u>	<u>1.132.523</u>
Total (1° + 2°) des titres mis en circulation.	2.069.845	51.384	2.121.229

Les chiffres donnés pour le 5 0/0 sont vrais de l'émission des nouveaux titres. Le 5 0/0 était émis à 95 le montant nominal des anciens titres était légèrement inférieur et s'élevait à £ 1.048.162.000. 97 1/2 0/0 de l'emprunt 4 1/2 furent convertis laissant en circulation pour environ 20 millions de titres.

Quant aux Exchequer Bonds pour lesquels la conversion signifiait une immobilisation beaucoup plus marquée, 61,90/0 des obligations 5 0/0 avaient été convertis et 12,9 0/0 des 6 0/0.

Le trait le plus remarquable révélé par ces chiffres était le peu de faveur avec lequel on avait accueilli le 4 0/0. Les sommes qu'il réunissait s'élevaient à moins de 2 1/2 0/0 du total. Sans doute les avantages immédiats présentés par le 5 0/0 avaient-ils semblé plus recherchables.

On peut en trouver aussi la raison dans la nouveauté de la clause d'exemption fiscale pour le public anglais. En matière d'emprunt il est rare qu'une combinaison nouvelle ait du premier coup un grand succès.

Les rentrées de fonds furent extrêmement rapides. Il fut en effet très peu usé des versements échelonnés : il avait été prévu que 60 0/0 du total des souscriptions serait versé après le 31 mars; au contraire dès le 3 mars les 4/5 avaient été passés au compte du Trésor.

Un nouvel arrangement conclu avec les Banques avait contribué à l'élasticité du mécanisme des rentrées. Il avait été entendu qu'elles garderaient pendant quinze jours la disponibilité des souscriptions versées à leurs guichets. Ce n'est qu'au bout de ce délai qu'elles étaient dans l'obligation de retransférer ces sommes à la Banque d'Angleterre de leur compte propre à celui du Trésor. Grâce à cette combinaison les capitaux considérables qui furent souscrits par l'intermédiaire des Banques n'étaient pas immédiatement perdus à la circulation; les effets provoqués par leur transfert en étaient amortis dans une certaine mesure.

M. Bonar Law pouvait se vanter d'avoir remporté un véritable succès. L'effort accompli pour réaliser des chiffres aussi formidables sans versement par les Banques avait dû être considérable. Un véritable sursaut d'élan patriotique avait traversé l'Angleterre. Les journaux, les agences de publicité avaient prêté leur concours gratuit à la campagne entreprise. Le Trésor reçut des souscriptions avec renonciation aux intérêts, des dons en argent et même en nature.

§ 3. — Les opérations de Trésorerie dans la période qui suivit l'Emprunt de la Victoire (mars à octobre 1917). Nouveaux Exchequer Bonds 5 0/0.

Par le seul jeu des conversions opérées la situation de la Trésorerie avait été améliorée notablement. En outre des Exchequer Bonds qui représentaient une dette relativement éloignée on a vu que 130 millions de £ avaient été souscrits

en Treasury Bills. Les War Expenditure Certificates avaient fourni une contribution de 3 millions de £.

Ce n'était pas tout : depuis le 6 janvier de nombreux Treasury Bills venus à échéance avaient dû être remboursés sans être compensés par de nouvelles émissions.

Cette réduction notable du montant des bons en circulation s'était faite aux dépens d'un autre article de la dette flottante ; les avances par voies et moyens. Aussi les avances avaient-elles atteint le chiffre de 420 millions de £.

Dès la fin de février on préleva sur l'emprunt de quoi rembourser 244 millions à ce compte.

Les remboursements de Treasury Bills continuèrent aussi à être opérés sur une grande échelle. D'autre part les émissions ne reprirent qu'au début d'avril. Le montant en circulation passa à ce moment par un minimum non atteint depuis longtemps de £ 463.705.000.

Les besoins du Trésor étant d'ailleurs assez faibles même à cette date, on se contenta de reprendre le vieux système des émissions par tranches limitées et par adjudication.

Comme complément à cette ressource on y adjoignit la vente d'une nouvelle série d'Exchequer Bonds 5 0/0. Cette série remboursable au pair le 1^{er} avril 1922 ou moyennant préavis de trois mois le 1^{er} octobre 1919, différait sur certains points de celles qui l'avaient précédée : il n'était pas parlé de sa convertibilité en emprunt futur. Par contre les nouveaux titres étaient acceptés en paiement des impôts sur les successions (comme les 6 0/0) et même, ce qui était une innovation, de l'impôt sur les bénéfices extraordinaires.

L'abaissement de 5 1/2 à 5 0/0 du taux de la Banque d'Angleterre (5 avril) devait en faciliter le placement.

Enfin le retour pour les Treasury Bills, à l'émission by tender ne s'adressant forcément qu'à un marché bien plus restreint supprimait à peu près pour la nouvelle série la concurrence des Treasury Bills.

Les deux émissions ainsi cantonnées dans leurs rôles respectifs, se poursuivirent parallèlement.

Les premiers « allotments » de Treasury Bills se firent à des taux ne dépassant pas 4 3/4 à 5 0/0 au maximum. Cepen-

dant les premières tranches de 50 millions ayant provoqué une certaine tension sur le marché ou en diminua le montant quitte à répéter plus fréquemment les offres. Complémentairement, à partir du 24 avril le Trésor se réserva d'émettre dans les jours qui suivent les adjudications un montant limité de bons à un taux fixe légèrement inférieur au taux moyen des adjudications. Il ne fut d'ailleurs pas usé de cette faculté.

Vers le milieu de mai on crut s'apercevoir que les annonces d'offres à jour fixe provoquaient sur le marché une certaine tension.

Des causes plus effectives de gêne monétaire provenaient de l'état du marché de New-York influencé à ce moment par l'émission de l'Emprunt de la liberté et par la fin de l'année financière. Ces diverses considérations provoquèrent l'arrêt des émissions *by tender* ; on reprit en même temps la vente continue, sur le comptoir, au taux fixe de 4 1/2 0/0 qui dut être élevé dès le début de juillet à 4 3/4. Pour ne pas concurrencer les Exchequer Bonds on n'offrait que des Treasury Bills à trois et six mois. On parait ainsi au principal défaut de l'émission continue qui a de son côté bien des avantages : absence de perturbation sur le marché, pour le Trésor répartition des échéances.

Quant aux Exchequer Bonds, malgré cette précaution, leur rendement diminuait d'une façon marquée. Le marché réclamait des titres plus attrayants.

De juin à octobre, comme on peut le constater d'après le tableau donné ci-dessous le Trésor fut alimenté largement par les Treasury Bills.

Bons du Trésor en circulation pendant l'année 1917 :

6 janvier 1917	1.093.003	28 juillet 1917	729.057
27 janvier —	991.241	25 août —	822.850
24 février —	718.312	30 sept. —	949.112
31 mars —	463.703	27 oct. —	985.720
28 avril —	530.930	24 nov. —	1.001.559
26 mai —	562.098	31 déc. —	1.058.175
30 juin —	632.010	(Econ. et Stat., 1917-1918).	

Les avances par voies et moyens elles aussi avaient été accrues.

En regard du 13 avril au 22 septembre dates de leur apparition et de leur retrait les Exchequer Bonds n'avaient fourni que £ 81.951.000 (*Times et Economist*, 19 sept. 1917).

Il était urgent de créer une nouvelle formule d'emprunt capable de procurer au Trésor des ressources abondantes et permettant si possible de réduire à nouveau la dette flottante.

CHAPITRE III

TROISIÈME PÉRIODE DE GUERRE
OCTOBRE 1917 A JUIN 1919

§ 1. — Adoption d'une nouvelle politique d'emprunt

Dès le 22 septembre les Exchequer Bonds étaient retirés. Cependant on annonçait comme probable la continuation des emprunts journaliers (1). Le Trésor ne se souciait pas en effet de soumettre de nouveau le marché aux perturbations qui accompagnent un emprunt de grand style : d'abord l'afflux de monnaie destiné à préparer les voies et résultant de l'arrêt des emprunts journaliers, et ensuite la tension monétaire marquée lorsqu'on en arrive aux versements.

L'emprunt continu n'a aucun de ces inconvénients ; mais pour qu'il puisse réellement remplacer un grand emprunt encore faut-il qu'il ait avec lui certains traits communs, en particulier qu'il comporte un terme suffisamment éloigné.

Un premier essai avait été fait en ce sens avec les Exchequer Bonds émis de décembre 1915 à janvier 1917. Mais il avait été en quelque sorte empirique : la vente des Exchequers Bonds était venu se greffer sur le plan de mobilisation financière de M. Mac Kenna et on était entré dans la période d'emprunts continus de 1916 sans qu'une politique bien nette et

1. Entre-temps, une proposition avait été faite tendant à l'émission d'obligations à lots. Elle souleva un certain nombre de protestations parmi lesquelles celle de Sir Robert Kindersley. La Commission chargée de l'étudier se prononça d'ailleurs contre son adoption.

bien consciente ait été arrêtée. Au reste la formule adoptée avons-nous dit n'avait pas été fort heureuse.

La nouvelle émission le fut davantage : quatre types d'obligations nationales de guerre (National War Bonds) étaient mis en vente au pair simultanément et à guichet ouvert. De ces quatre séries, trois portaient intérêt à 5 0/0 et étaient passibles de l'income tax ; la quatrième au contraire était un 4 0/0 exempté d'income tax (mais non de supertax, de même que le 4 0/0 de l'Emprunt de la Victoire). Autre différence entre les obligations 5 0/0 et 4 0/0, ces dernières étaient remboursables au pair ; les trois séries de 5 0/0 comportaient au contraire des primes de remboursement variables avec la durée des titres. Voici le détail des échéances :

1 ^{re} obligations	5 0/0	remboursables	le 1 ^{er} oct. 1922 à 102 0/0
2 ^e	—	5 0/0	— le 1 ^{er} oct. 1924 à 103 0/0
3 ^e	—	5 0/0	— le 1 ^{er} oct. 1927 à 105 0/0
4 ^e	—	4 0/0	— le 1 ^{er} oct. 1927 au pair

Au lieu d'être échelonnés de trois à cinq ans comme les Exchequer Bonds émis dans le courant de 1916 les National War Bonds devaient durer de cinq à dix ans. Ils apparaissent donc plus que ceux-là comme ayant pu tenir lieu d'un grand emprunt à long terme.

Les nouveaux titres jouissaient par ailleurs des avantages qui avaient été attachés aux séries d'Exchequer Bonds émis en 1916 : convertibilité au pair en cas de nouveaux emprunts intérieurs ; pour les titres soumis à l'income tax pas de perception à la source, leurs intérêts devant faire masse avec les autres revenus et être passibles avec eux. Les primes de remboursement étaient déclarées exemptes d'income tax. Enfin les titres des quatre séries étaient admis en paiement des impôts sur les successions et sur les bénéfices extraordinaires (et des Munition Exchequer payments).

En dehors de la clause de convertibilité au cas d'emprunt futur deux autres facultés de conversion étaient prévues : 1^{re} les porteurs encore existants de l'emprunt 4 1/2 0/0 et des Exchequer Bonds 5 et 6 0/0 qui n'ont pas usé de la faculté de conversion offerte lors du dernier emprunt pourront convertir

au pair en National War Bonds à l'exception toutefois de la série à cinq ans ; 2° en sens inverse les porteurs des trois types nouveaux 5 0/0 pourront chaque année dans les quinze premiers jours d'octobre et d'avril, convertir leurs titres en titres de 5 0/0 1929-1947 au taux d'émission primitif, c'est-à-dire à raison de 100 £ d'Emprunt de la Victoire contre 95 £ de National War Bonds ; de même et aux mêmes dates les obligations 4 0/0 pourront être converties au pair en titres 4 0/0 de l'Emprunt de la Victoire.

Celui-ci devenait de plus en plus la pièce principale de la dette intérieure de guerre ; par le jeu de ces conversions rétrospectives son montant continuerait à s'élever. Il convient même d'observer ici que les titres de l'Emprunt 4 1/2 qui avaient cessé d'être convertibles en « Victory Loan » le redevenaient indirectement puisqu'ils pouvaient être échangés contre des National War Bonds. La majeure partie de la dette intérieure tendait ainsi à se fondre dans les chiffres du grand Emprunt de la Victoire.

Les nouvelles obligations étaient émises par portion de 50 à 5000 £ à la Banque d'Angleterre et dans toutes les Joint-stock banks. On annonçait en outre pour la mi-octobre la mise en vente d'obligations 5 0/0 de 5 £ dans les bureaux de Poste. La première échéance semestrielle était fixée au 1^{er} avril 1918.

§ 2. — Les trois premières séries de National War Bonds : octobre 1917 à janvier 1919

Les premières ventes furent excellentes : les rentrées hebdomadaires de leur chef dépassèrent même ce qu'avaient donné un an auparavant les Exchequer Bonds 6 0/0. Pendant plusieurs semaines l'Echiquier enregistra un excédent de recettes ; on espérait que le premier flot passé la nouvelle combinaison assurerait pendant un certain temps l'équilibre. Malheureusement dès le milieu de novembre un fléchissement marqué se fit sentir. On accusa l'insuffisance de la publicité qui avait été faite. Sans doute aussi la concurrence des

Treasury Bills toujours à 4 3/4 0/0 nuisait-elle aux National War Bonds.

Si l'on voulait conserver un rapport raisonnable entre les deux émissions parallèles et éviter une nouvelle augmentation de la dette à court terme un réajustement des taux était nécessaire.

Le gouvernement ne se souciait pas de relever deux mois après leur apparition celui des National War Bonds. C'eût été d'ailleurs compromettre les quelques conversions en « Victory Loan » que l'on pouvait espérer. Aussi malgré les circonstances monétaires défavorables le taux des Treasury Bills fut-il abaissé de 4 3/4 à 4 0/0.

En dehors de son étendue qui parut excessive cet abaissement prêtait à de nombreuses critiques. Un faible taux d'intérêt avait des inconvénients dans les rapports avec les marchés extérieurs et même dans l'ordre purement interne.

Au premier ordre d'inconvénients le gouvernement crut pouvoir parer en faisant précéder la mesure d'un embargo général sur les exportations de capitaux par les résidents anglais : il espérait ainsi enrayer les déplacements de fonds qui ne manqueraient pas de se produire vers New-York où les règlements relatifs à l'Emprunt de la Liberté (en £ 923 millions) maintenaient le loyer de l'argent à un niveau assez élevé.

Mais même en faisant abstraction de l'état des marchés extérieurs cet abaissement ne correspondait pas pour beaucoup de financiers compétents à la situation monétaire interne. Les taux relativement élevés qui avaient régné jusque-là constituaient disaient-ils une barrière à l'inflation et cette barrière disparaissait.

Les répercussions de la mesure prise se firent sentir très rapidement sur le marché ; celui-ci a-t-on dit obéissait bien plus au taux des Treasury Bills qu'à celui de la Banque.

Suivant le mouvement des Treasury Bills les Call deposits (dépôts à vue) descendirent de 4 à 3 1/2 0/0 dès la seconde semaine de janvier 1918. Mais la décision du chancelier de l'Echiquier avait été prise de propos délibéré. Non content de ce premier pas, le 14 février il abaissait le taux des Treasury

Bills d'un nouvel échelon de 4 à 3 1/2 provoquant une nouvelle chute de 3 1/2 à 3 0/0 pour les Call deposits. En même temps une mesure complémentaire était prise : l'embargo décrété à la fin de décembre ne pouvait retenir que les capitaux anglais (plus exactement les capitaux des résidents en Angleterre) ; or il existait sur le marché de Londres des fonds étrangers très importants dont il importait d'empêcher le retrait. A cette fin il fut décidé de distinguer désormais, pour les taux servis par la Banque d'Angleterre à ses déposants, les balances étrangères et les balances nationales. Tandis que celles-ci suivaient le mouvement de baisse imprimé par la nouvelle politique en matière de Treasury Bills, celles-là au contraire continuaient à être traitées à l'ancien taux de 4 1/2 0/0. C'était prendre nettement position sur un point qui depuis longtemps était un objet de préoccupation.

Jusqu'à présent les chanceliers de l'Echiquier avaient cru devoir régler les taux intérieurs sur ceux de New-York où la hausse du loyer de l'argent avait été plus accentuée que partout ailleurs. Il en était résulté une grande gêne pour les opérations intérieures de l'Echiquier, les taux du Money market lui interdisant les emprunts à long terme autrement qu'à des conditions très onéreuses. Il faut voir là sans doute une des raisons qui firent reculer si longtemps l'émission du « Victory Loan » et pour ce, multiplier les séries d'Exchequer Bonds. Il est déjà fait allusion à ces difficultés dans le discours de M. Bonar Law prononcé au Guildhall lors de l'Emprunt de la Victoire. Bien que cet emprunt succédant aux Exchequer Bonds 6 0/0 ait été souscrit dans des conditions plutôt avantageuses pour le Trésor, M. Bonar Law y affirmait la volonté bien arrêtée de ne pas emprunter à des taux plus élevés.

On retrouve ici cette préoccupation de ne pas enfler exagérément les charges déjà énormes de la dette s'il est possible de procéder autrement. Or l'Echiquier possédait le moyen de régler à son gré les conditions du marché intérieur ; s'il ne pouvait économiser sur le service de la dette extérieure il pouvait le faire croyait-on pour les emprunts intérieurs. Mais pour cela il fallait établir une cloison étanche entre les deux

marchés sous peine de voir le marché national se vider au profit des marchés extérieurs. M. Bonar Law crut réaliser cette séparation en décrétant l'embargo sur les capitaux anglais et en établissant à Londres même une différence de traitement entre la « home money » et la « foreign money ».

Quoiqu'il en ait été de l'efficacité complète de cette cloison étanche, l'effet attendu se produisit, avec cependant un certain retard. Dans la seconde semaine de mars 1918 les rentrées de l'Echiquier du fait des National War Bonds s'élevaient à 54 millions de £ (1) contre une moyenne de 25 à 30 les semaines précédentes.

Vers cette époque eut lieu un remaniement des conditions d'émission des obligations 4 0/0 exemptes d'income tax. L'augmentation de l'income tax de 5 à 6 s. par £ portée au Finance act d'avril 1918 changeait la situation respective des obligations 5 0/0 et 4 0/0. Déjà une appréciation marquée se manifestait au Stok Exchange sur les titres de l'Emprunt 4 0/0 en prévision d'une suspension de la série des War Bonds 4 0/0. On se contenta d'en relever le taux d'émission à 101 1/2 0/0 au lieu du pair. Cependant un déclin rapide se produisait dans les ventes hebdomadaires de War Bonds qui s'établirent dès la seconde semaine de mai aux environs de 15 millions de £ alors que le War Savings Committee estimait à 25 millions le minimum indispensable.

Des conférences eurent lieu à la fin de mai entre M. Bonar Law et les grands banquiers. On y abandonna l'idée d'abaisser à nouveau le taux des Treasury Bills. Les taux de banque ne furent pas modifiés davantage, on convint seulement de traiter uniformément tous les dépôts aux taux officiels et de ne plus accorder de traitement de faveur aux dépôts à long terme.

Une campagne entreprise par le Comité d'Epargne de guerre pour engager les porteurs de 5 0/0 à placer leurs divi-

1. En y comprenant les échanges de Treasury Bills dont la conversion était admise par la Banque d'Angleterre depuis les premiers jours de l'année pour les bons échéant avant juillet. Même mesure avait été prise à la fin de janvier pour les War expenditure certificates ayant moins de six mois à courir.

dividendes du 1^{er} juin en National War Bonds provoqua un regain dans les souscriptions. A raison de ce fait que les banques étaient autorisées à garder quinze jours les fonds provenant des ventes de National War Bonds le regain n'apparut aux statistiques officielles que dans les deux dernières semaines de juin où les rentrées de ce chef furent de 33 et 35 millions de £ respectivement.

Mais ces chiffres retombèrent aussitôt tout en restant supérieurs à ceux d'avril et mai. La moyenne des rentrées hebdomadaires pour les différents mois qui suivirent s'établit ainsi qu'il suit (en millions de £) :

Juillet 1918.	20
Août.	24
Septembre	17
Octobre à décembre.	23 à 24

Malgré les souscriptions opérées au début de décembre avec les dividendes de l'emprunt de 1917 les résultats étaient insuffisants, le déficit se creusait tous les jours davantage. Avec lui augmentait la dette flottante : elle dépassait au 31 décembre 1918, tous les records antérieurs et notamment ceux qui précédèrent l'Emprunt de la Victoire.

Variations de la dette flottante de mars 1916 à décembre 1918

En milliers de livres :

	Treasury Bills	Avances voies et moyens	Certificats à 2 ans	Total
31 mars 1916.....	566.826	19.897	»	586.723
16 déc. 1916.....	1.148.545	57.156	29.466	1.235.167
31 mars 1917.....	463.705	217.527	23.561	704.793
30 sept. 1917.....	949.112	220.815	23.561	1.193.488
31 déc. 1917.....	1.058.175	278.781	23.561	1.360.517
31 mars 1918.....	973.678	192.272	19.932	1.185.882
21 sept. 1918.....	1.093.404	328.834	7.453	1.429.691
31 déc. 1918.....	1.094.740	455.180	»	1.549.920

(tous retirés
à cette date)

Fait grave, dans les derniers accroissements la part rela-

tive des avances temporaires par voies et moyens, c'est-à-dire de la forme la plus fâcheuse de la dette flottante, était bien plus considérable qu'un an auparavant. En effet plus la masse des Treasury Bills augmentait plus il devenait difficile de pourvoir à leurs échéances, plus souvent par suite on se trouvait dans la nécessité de recourir aux avances de la Banque ou des services ministériels.

§ 3. — La quatrième série de National War Bonds. Résultats finals de cette période

Dès le milieu de décembre 1918, on annonça pour le 18 janvier le retrait de la troisième série des National War Bonds ; pour stimuler les ventes des dernières semaines on spécifiait que les divers avantages dont elle jouissait ne se retrouveraient sans doute pas dans les emprunts qui suivraient. Un autre attrait résultait de ce fait que la série ayant été ouverte le 1^{er} octobre 1918 les obligations actuellement émises n'avaient plus que 4 années 3/4, 6 années 3/4 ou 9 années 3/4 à courir.

Les ventes augmentèrent affectivement et les rentrées correspondantes réparties du 1^{er} janvier au 8 février par le fait des versements retardés des Banques atteignirent une moyenne hebdomadaire de 40 millions de £.

A la clôture de l'émission la question se posa de savoir quelle politique d'emprunt on allait suivre. La guerre était terminée ; un vent d'optimisme soufflait ; les dépenses tout en restant considérables avaient décru notablement. On entraînait de plus dans la période des grosses recettes fiscales ; aussi pensa-t-on à se contenter des ventes de Treasury Bills ; mais la dette flottante était déjà énorme. On décida finalement d'émettre après un intervalle de quinze jours une quatrième série de National War Bonds en supprimant la clause de convertibilité en Emprunt de la Victoire et en abandonnant le type remboursable à sept ans qui avait eu peu de succès.

Au reste malgré la cessation des hostilités l'ère des emprunts n'était pas close. La continuation des opérations de vente con-

tinue permettrait au Trésor de conserver une clientèle qui sans cela, avec la reprise de la vie économique prendrait de nouvelles habitudes de placements.

La nouvelle série, identique aux précédentes sauf les deux modifications énoncées, ne procura cependant que de maigres résultats. Nous donnons ci-dessous le détail des sommes obtenues des ventes journalières des National War Bonds dans la période comprise entre le 1^{er} octobre 1917 et le 1^{er} juin 1919 :

Produit de l'émission des 4 séries de National War Bonds

*Chiffres définitifs donnés par l'Economist
(N^{os} du 8 mars et 14 juin 1919)*

(milliers de livres)

	Ventes par		
	les Banques	Par la Poste	Total
1 ^{re} série ouverte le 1 ^{er} oct. 1917.	611.193	24.943	636.136
2 ^e — 1 ^{er} avril 1918.	475.196	14.010	489.206
3 ^e — 1 ^{er} oct. 1918.	501.963	20.088	522.051
Total des trois 1 ^{res} séries au			
1 ^{er} mars 1919	1.588.352	59.041	1.647.393
4 ^e série ouverte le 1 ^{er} fév. 1919.	75.938	4.005	79.943
Total des 4 séries au 7 juin			
1919.	1.663.290	63.046	1.727.336

Pour être complet il faut signaler au mois d'avril 1918, l'ouverture d'une sorte de compte de 12 millions de livres en Exchequer Bonds 3 0/0 à douze ans d'échéance, à distribuer aux porteurs anglais des Bons du Trésor russe pour lesquels le gouvernement britannique avait assumé une certaine responsabilité morale (« Moral obs » dans l'argot du Stock Exchange). Une faible partie seulement en fut employée.

Parallèlement à l'augmentation de la dette à long terme la dette flottante avait progressé elle aussi. De 1193 millions de livres à l'apparition des National War Bonds (30 sept. 1917) elle était passée au 31 décembre 1918 à près de 1.550 millions pour redescendre le 31 mai à 1.494 millions.

Pour situer ces chiffres dans l'ensemble de la dette britan-

nique rappelons enfin qu'au 31 mars 1919 à la fin de la dernière année financière de guerre, celle-ci avait atteint le montant total de 7.480 millions de livres dont à cette même date 1.300 millions représentaient la dette extérieure et 1.400 millions la dette flottante.

CHAPITRE IV

PREMIÈRE PÉRIODE DE PAIX : JUIN 1919 A MAI 1921

§ 1. — Emprunt de consolidation (juin-juillet 1919)

Ces chiffres émurent l'opinion publique ; la première vague d'optimisme qui suivit l'armistice était passée. Le citoyen anglais volontiers disposé à regarder les choses en face se rendit compte de l'énormité du poids financier que la guerre avait laissé derrière elle.

Non seulement de nombreuses années de taxation très lourde étaient à prévoir, mais du fait de l'existence de cette dette flottante énorme qu'il devenait de plus en plus difficile de renouveler, la situation pouvait paraître singulièrement compromise. Aux échéances de la dette flottante allaient s'ajouter à partir d'octobre 1919, celles des différentes séries d'Exchequer Bonds puis de National War Bonds. L'avenir était sombre. Allait-on à la banqueroute ?

Il était cependant urgent d'amortir le plus possible pendant que la monnaie était encore dépréciée ; plus tard l'amortissement serait beaucoup plus coûteux.

Aussi l'idée vint-elle à ce moment à beaucoup de personne qu'il était nécessaire d'accomplir un grand effort de taxation afin de faire disparaître la dette flottante et une bonne partie de la dette à long terme.

Une des premières idées mise en avant fut naturellement celle d'un prélèvement sur le capital plus ou moins échelonné sur les années à venir. D'autres suggestions d'un autre ordre que nous exposerons plus loin furent faites aussi.

Dès le début de l'année financière, dans son budget speech

d'avril 1919 M. A. Chamberlain, chancelier de l'Echiquier, déclarait impraticable à son sens une confiscation de capital destinée à un remboursement de la dette.

Comme une solution était pourtant urgente il décida de lancer un grand emprunt de consolidation. Il ne s'agissait de rien moins que de consolider environ 2.900 millions de dettes à court terme et en outre de couvrir une somme approximative de 250 millions de £ représentant le déficit probable de l'année en cours.

L'emprunt était double ; il comprenait en premier lieu un emprunt de consolidation 4 0/0 émis à 80 seulement et remboursable de 1960 à 1990. L'adoption d'une échéance aussi lointaine marquait la nécessité où l'on se sentait d'espacer l'amortissement.

A côté de cet emprunt à long terme l'Echiquier offrait des obligations de la Victoire (Victory Bonds) 4 0/0 émises à 85 parce que remboursables par voie de tirage dès septembre 1920.

Les deux émissions avaient des traits communs. A l'une et à l'autre on pouvait souscrire par multiples de 50 livres avec paiement immédiat ou échelonné. Dans le premier cas le Trésor recevait en souscription les Treasury bills émis avant le 1^{er} juin 1919, les titres encore existants de l'emprunt 4 1/2, les Exchequer bonds 3 0/0 remboursables de 1919 à 1922, les National War Bonds 4 et 5 0/0 des trois premières séries, enfin les Exchequer bonds 6 0/0 pour lesquels un intérêt additionnel devait être payé jusqu'en février (date de leur échéance), afin de compenser la différence de taux. L'exemption d'Income-Tax était stipulée au profit des porteurs ne résidant pas en Angleterre.

Un véritable fonds d'amortissement, spécial à la nouvelle émission était en outre organisé ; constitué de façon identique pour les deux emprunts il différait quant à son emploi. A la fin de chaque semestre une somme égale à 2 1/4 0/0 du capital nominal originel serait mise de côté et après déduction de l'intérêt semestriel, la différence serait consacrée à l'amortissement. Pour l'Emprunt de consolidation cet amortissement devait s'effectuer obligatoirement par rachat de titres sur le marché, toutes les fois que les cours seraient au

pair ou au-dessous du pair. Pour les Victory bonds le fonds d'amortissement sert au remboursement au pair par tirages annuels : son fonctionnement est automatique et doit prendre fin en 1975. La même date est assignée comme limite extrême au remboursement de l'Emprunt de Consolidation.

Une autre différence était faite entre les Victory bonds et les titres du « Funding loan » : pour le paiement des impôts sur les successions celles-là étaient reçues au pair tandis que ceux-ci n'étaient pris qu'à leur taux d'émission.

La période de souscription ouverte le 16 juin devait se terminer le 12 juillet. Dès la communication des premiers résultats le succès apparut très maigre.

Le total des souscriptions nettes recueillies atteignit à peine 632 millions de livres ainsi décomposés (millions de £).

Espèces.	460	Souscriptions des Banques :	
Treasury Bills.	14	Funding loan	38
Conversions.	158	Victory bonds: . . .	73
	<u>632</u>		<u>111</u>

Encore les Banques y avaient-elles contribué pour 111 millions. En regard le capital nominal de la dette consolidée était accru de 767 millions dont 408 pour l'Emprunt de Consolidation et 359 pour les Victory bonds.

Malgré l'attrait des primes en capital s'élevant pour l'ensemble à la somme considérable de 135 millions 1/2 de £, on était loin des résultats espérés par M. Chamberlain.

De cet échec on peut donner plusieurs raisons ; d'abord le mécontentement de l'opinion anglaise sur le chapitre de la politique financière : dans les journaux de l'époque les critiques se multiplient ; on s'étonne de toutes parts que plus de six mois après la cessation des hostilités les dépenses restent encore aussi élevées. On taxe le gouvernement d'extravagance.

Ce mouvement d'opinion malgré la part d'exagération qu'il pouvait contenir influa certainement sur les résultats de l'emprunt. Si on les compare avec ceux de l'emprunt de 1917 il est difficile de ne pas conclure à une sorte de grève des souscripteurs.

A ce mécontentement s'ajoutaient des causes plus profondes. Outre que la guerre était terminée et que par conséquent on ne pouvait faire vibrer autant la corde patriotique, des raisons d'ordre économique entraient en jeu. Avec la reprise de la production les demandes de capitaux pour l'industrie privée commençaient à apparaître : les taux en usage sur le marché n'en avaient pas encore été fort influencés, mais l'Etat cessait d'être l'unique emprunteur, et à ce titre il lui faudrait compter de plus en plus avec la concurrence privée.

§ 2. — Les opérations de trésorerie de juillet 1919 à mai 1920

La situation du Trésor restait donc très embarrassée. Nous n'avons pas ici à nous demander si les économies réclamées par l'opinion étaient réalisables en tout ou en partie. La seule ressource possible alors, étant donné le taux actuel des dépenses de l'échiquier, était la dette flottante.

Les ventes de Treasury Bills interrompues le 31 mai furent reprises dès le milieu de juillet ; on introduisit à cette occasion un nouveau type de bons à 60 jours.

Le taux comme au mois de mai était uniformément de $3\frac{1}{2}$ 0/0. Tout l'été le Trésor vécut ainsi d'opérations à court terme.

Au début d'octobre l'embarras s'accrut de la première échéance d'Exchequer Bonds 5 0/0 (v. p. 27). On prit le parti d'élever le taux à $4\frac{1}{2}$ pour les bons à 3 mois et à 5 0/0 pour les bons à 6 mois. Cette mesure était prise en corrélation avec l'abolition du régime spécial fait à la Banque d'Angleterre aux dépôts de capitaux étrangers. Déjà au début de janvier 1919 une distinction avait été faite entre les balances alliées et neutres, les secondes seules continuant à être traitées à l'ancien taux de faveur. Désormais aucune différence ne subsistait entre les dépôts nationaux et étrangers.

Cependant les dépenses continuaient à se succéder. A la fin d'octobre le chancelier de l'Echiquier annonçait que le

déficit serait pour l'année non plus de 250 millions de £ comme il avait été prévu, mais de 473 millions.

Cette déclaration fut suivie dans les premiers jours de novembre par un relèvement général des taux : celui de la Banque d'Angleterre passait de 5 à 6 0/0. Celui des Treasury Bills fut porté uniformément à 5 1/2.

A ce taux les rentrées se firent plus considérables. Mais elles ne pouvaient pas suffire à pourvoir aux nouvelles échéances d'Exchequer Bonds qui s'annonçaient pour 1920. On ne pouvait d'ailleurs songer sérieusement à continuer indéfiniment les conversions à rebours d'Exchequer Bonds en Treasury Bills.

Le samedi 24 janvier était annoncée pour la semaine suivante l'émission au pair d'une série d'Exchequer Bonds 5 3/4 0/0 remboursables au pair le 1^{er} février 1925 avec faculté en janvier 1921-1922 ou 1923 de demander le remboursement au 1^{er} février de l'année suivante.

L'Income tax était déduit à la source sauf pour les titres de moins de 50 £ émis par la Poste.

L'émission avait pour but la conversion des trois séries d'Exchequer Bonds venant à terme en 1920, savoir :

Exch. Bonds 6 0/0 émis dernier trimestre 1917, remboursables le 16 février.

Exch. Bonds 3 0/0 émis en mars 1915, remboursables le 24 mars.

Exch. Bonds 5 0/0 émis de décembre 1915 à juin 1916, remboursables le 1^{er} décembre.

Les opérations de conversion devaient être closes le 14 février.

En outre les souscriptions en espèces étaient reçues jusqu'au 28 février. Elles devaient servir elles-mêmes à des réductions de dettes.

Après l'échec du dernier emprunt le succès des Exchequer Bonds 5 3/4 fut considéré comme inespéré ; les conversions directes y eurent la plus grande part. Le tableau suivant emprunté à deux numéros de l'*Economist* donne les chiffres définitifs.

	Montant en circulation des Exch. bonds venant à échéance	Conversions (milliers de livres)
Exch. bonds 6 0/0	129.909	64.424
— 3 0/0	21.540	13.174
— 5 0/0	46.776	21.398
	198.225	98.996
Souscriptions en espèces.....		66.957
Total de l'émission.....		165.953

En ajoutant au montant des conversions afférentes aux deux premières séries soit 77 millions 1/2 de livres les sommes reçues en espèces soit 66,9 millions de £ on obtenait un total de 144 millions sur 151 à trouver pour les échéances de février et de mars.

La série de décembre était elle-même jusqu'à moitié convertie.

On peut dire que l'émission avait rempli son but. Le problème soulevé par les échéances d'Exchequer Bonds était résolu.

Pour le surplus de ses besoins l'Echiquier se contenta des ventes de Treasury Bills sur le comptoir.

Le bilan de l'année 1919-1920 fut en effet moins mauvais qu'on ne l'avait craint au début de l'hiver. Au lieu de 473 millions de £ annoncés en novembre le déficit ne fut que de 326 millions, excédant de 76 millions seulement les prévisions de mars 1919. Cet heureux résultat était dû non à des contractions de dépenses (celles-ci dépassèrent même légèrement les prévisions les plus récentes), mais à de larges excédents de recettes : les rentrées d'impôts furent en effet dans le dernier trimestre exceptionnellement abondantes et il s'y ajouta en outre pour des sommes importantes le produit des ventes de matériel.

Dès le 15 décembre dans un élan d'optimisme M. A. Chamberlain exprimait à la Chambre des Communes l'espoir que dans un délai de six semaines on aurait atteint le maximum de la dette. Cet espoir se réalisa plus tôt encore : à partir de la fin de décembre 1919 on assiste à une diminution continue de la dette. D'un total de 8.079 millions au 31 décembre la dette

anglaise passe au 31 mars à 7.876 millions. Cette diminution portait principalement sur la dette extérieure désignée dans les statistiques par l'expression « autre dette ». Cependant la dette flottante était elle-même réduite de 38 millions portant exclusivement sur les avances par voies et moyens. Non seulement il avait été possible de faire face aux échéances extérieures sans emprunter à l'intérieur ; il était encore resté une légère marge disponible pour le remboursement des avances temporaires (v. tableau p. 55).

Pour l'ensemble de l'année financière la diminution de la dette flottante atteignait 100 millions de £ : de 1.412 millions de livres elle était descendue à 1312 millions. Fait important et nouveau, au 31 mars 1920 le chancelier de l'Echiquier avait réussi à rembourser la totalité des avances temporaires de la Banque d'Angleterre. Pendant toute la durée de la guerre les statistiques officielles s'étaient contentées de diviser la dette flottante en deux articles : d'une part les Treasury Bills en circulation et d'autre part les avances par voies et moyens. Elles confondaient sous cette dernière rubrique deux sortes d'avances comparables au point de vue du Trésor parce que toutes deux temporaires, mais essentiellement différentes dans leurs effets économiques : les avances de la Banque d'Angleterre et celles des Public Departments. En effet, tandis que celles-ci sont en quelque sorte d'ordre interne et subordonnées d'ailleurs aux besoins des services qui les consentent, celles-là conduisent à l'inflation et sont pratiquement illimitées tant que subsiste l'accord entre le Gouvernement et la Banque.

Devant les nécessités de la guerre la Banque n'avait pas hésité à consentir très largement les avances demandées par l'Etat d'autant plus que les demandes de crédit des particuliers avaient diminué. A partir de 1917 surtout les avances représentent une proportion notable de l'ensemble de la dette flottante (v. tableau p. 45). Depuis l'armistice la situation changeait : sur le marché des capitaux à court comme à long terme, la demande privée réapparaissait de plus en plus. Le 30 juin 1919 (v. tableau p. 57) alors que la dette flottante totale passait elle-même par le sommet de sa courbe les

avances de la Banque atteignaient le maximum de 529 millions. La Banque avait hâte de se libérer de ce fardeau encombrant afin de pouvoir se consacrer plus complètement au soutien de l'activité économique renaissante.

Une correspondance fut échangée à ce sujet entre le chancelier de l'Echiquier d'une part, le gouverneur et le vice-Gouverneur de la Banque d'Angleterre d'autre part. A une nouvelle demande d'avances ceux-ci répondirent le 22 septembre 1919 en ces termes (1) : « La Cour désire que nous « attirions votre attention à la fois sur le montant et la durée « de ces avances qui ces deux dernières années ont eu effecti- « vement dans une large mesure le caractère d'un emprunt « continu ; elle nous charge d'exprimer très sérieusement « l'espoir que de pareils emprunts puissent être désormais « obtenus du public et les avances de la Banque de nouveau « limitées aux besoins temporaires du Trésor. »

L'apparition dans les statistiques de l'Echiquier de la distinction entre les avances de la Banque et celles des Public Departments marqua l'intention du gouvernement de se conformer au vœu de la Banque. Au 31 décembre 1919 ses avances étaient réduites à 56 millions pour disparaître complètement comme on l'a vu, au 31 mars 1920.

La Banque avait satisfaction, mais d'une façon malheureusement précaire. Les trois parties de la dette flottante sont en effet étroitement solidaires entre elles et le poids de cette solidarité tend même à retomber principalement sur les avances de la Banque ; seules avons-nous dit celles-ci sont indéfiniment extensibles ; les besoins de fonds des départements ministériels ou l'insuffisance des renouvellements de Treasury Bills se traduisent nécessairement, à moins d'un excédent de revenus ou d'un emprunt à long terme par une augmentation des avances de la Banque ; le danger provenait principalement des 1.107 millions de bons du Trésor en circulation. La seule arme de l'Echiquier contre les demandes de remboursement était l'élévation des taux, arme coûteuse, surtout à cette époque d'extrême tension monétaire qui

1. Extrait d'un White Paper publié par l'*Economist* du 6 mars 1920.

caractérisa le début de 1920. Une nouvelle élévation fut cependant décidée tant pour stimuler les ventes de Treasury Bills que pour refréner les excès de la spéculation. Le taux de la Banque fut porté de 6 à 7 0/0, celui des Bons du Trésor de 5 1/2 à 6 1/2.

Ce ne pouvait être là qu'une solution passagère : les ventes de Bons du Trésor augmentèrent en effet, mais il importait de réduire la dette flottante dans son ensemble. On ne pouvait malheureusement compter pour cela sur de gros excédents de revenus ; grâce à un nouvel effort de taxation on arriva à inscrire dans les prévisions pour 1920-1921 une somme de 70 millions de livres pour la réduction de la dette flottante ; cela restait bien minime. Il fallait donc recourir à une nouvelle émission à plus long terme.

Variations de la dette flottante en 1919 et 1920

(millions de livres)

	Avances par voies et moyens			Total
	Bons du Trésor	1 Banque d'Angleterre	2 ^e Public départements	
31 mars 1919...	957	228 5	226 5	1.412
30 juin — ...	796	529	245	1.570 (maximum)
31 déc. — ...	1.106	56	187	1.349
31 mars 1920...	1.107	—	205	1.312
30 juin — ...	1.050	69 5	174	1.293 5
28 août — ...	1.066 5	24	158 5	1.249
30 sept. — ...	1.139	—	143	1.282
30 oct. — ...	1.084 5	56 5	185	1.326
27 nov. — ...	1.096 5	34	197	1.327 5
31 déc. — ...	1.102	87 5	218 5	1.408

§ 3. — La Trésorerie de mai 1920 à mai 1921.

Treasury bonds à 5-15 ans

La tâche était hasardeuse. L'insuccès du dernier emprunt et sa dépréciation rapide à la cote du Stock Exchange étaient des précédents fâcheux. Il fallait avant tout rassurer le public ; il fallait aussi faire en sorte que les nouveaux titres ne soient pas concurrencés par les Treasury bills.

A cet effet on adopta une formule ingénieuse mais compliquée : on mit en vente pour une période indéfinie des obligations du Trésor à échéance de cinq à quinze ans et à intérêt variable. Un taux minimum de 5 0/0 leur était d'abord garanti ; en outre il était promis un intérêt supplémentaire dépendant du taux moyen des Treasury bills pendant le semestre précédent ; ce supplément serait de 1 ou 2 0/0 selon que leur taux moyen dépasserait 5 1/2 ou 6 1/2 0/0. Comme il n'était pas prévu de supplément plus élevé, les variations possibles se trouvaient comprises entre 5 et 7 0/0. Le taux de 7 0/0 était garanti pour la première échéance. Le remboursement peut être effectué à la volonté du Trésor ou du porteur et moyennant préavis d'un an à partir de 1925 ; il prend fin en 1935. La variabilité de l'intérêt aurait raison, pensait-on, des hésitations dues à la crainte d'une dépréciation ultérieure ; on annonçait en outre que le produit serait employé uniquement à réduire la dette flottante ; enfin les Bons du Trésor à un an furent retirés.

Malgré toutes ces précautions le rendement fut très faible. Il ne dépassa guère une moyenne de 500.000 livres par semaine. Plusieurs raisons en furent données : d'abord la seule nouveauté de la formule. On fit remarquer aussi que l'émission ne s'adressait pas à une catégorie bien déterminée de souscripteurs : à trop long terme pour les sociétés, elle était au contraire à trop courte échéance pour les capitalistes normaux.

Heureusement les revenus continuaient à rentrer en abondance. Ils ne suffirent pas cependant à couvrir les échéances d'obligations du début de septembre : il fallut de nouveau recourir à la Banque.

Malgré cette augmentation de la dette flottante, aucune nouvelle mesure ne fut prise. Le 28 octobre M. Chamberlain annonçait qu'il n'émettrait pas de grand emprunt dans un avenir proche. Il motivait cette décision par le désir de ne pas gêner les opérations d'emprunt des autorités locales (plan de construction du docteur Addison). Peut-être y avait-il sous ce désintéressement la crainte d'un nouvel échec.

L'Echiquier se contenta d'annoncer pour le 1^{er} novembre

une deuxième série de Treasury Bonds. Il y avait intérêt à ne pas interrompre une émission qui était en faveur auprès des petits épargnants et qui était susceptible de jouer un rôle utile à côté des War savings certificates. Il fallait en outre trouver un moyen de rembourser 25 millions d'Exchequer bonds échéant le 1^{er} décembre : on invita les porteurs d'Exchequer bonds à convertir du 18 au 29 novembre, en Treasury bonds ; par là on évitait de nouveaux emprunts à la Banque. A part cette innovation la deuxième série était semblable à la première ; un dividende de 7 0/0 était promis pour la première échéance ; ensuite les 2 séries devaient se confondre.

L'attention fut attirée par la nouvelle émission ; les souscriptions se firent plus abondantes. Malheureusement l'échéance des Exchequer bonds se produisait à un moment où le marché avait besoin de disponibilités, aussi les conversions furent-elles peu nombreuses. Cependant on arrivait aux périodes de fortes recettes fiscales ; il fut bientôt possible d'opérer des remboursements d'avances par voies et moyens. En même temps une détente se manifestait sur le marché : le taux des Treasury bills put être abaissé de 6 1/2 à 6 0/0. La situation du Trésor tendait à s'améliorer.

Résultats de l'émission des Treasury bonds à 5-15 ans
(close le 30 avril 1921)

Série A.	£	11.774.000
Série B.	£	23.586.908
Total.	£	35.360.908

CHAPITRE V

ANNÉE FINANCIÈRE 1921-1922 NOUVELLES OPÉRATIONS DE CONSOLIDATION

§ 1. — Changement de politique pour l'émission des Bons du Trésor

Le début de l'année 1921-1922 fut marqué par un remaniement ministériel. Le 1^{er} avril M. A. Chamberlain fut remplacé dans le poste de chancelier de l'Echiquier qu'il occupait depuis plus de deux ans, par sir Robert Horne précédemment chargé de la direction du « Board of Trade ». Le nouveau chancelier inaugura son règne par un changement de politique en matière de Trésorerie : il décida de revenir pour les Treasury bills au système de l'adjudication, abandonné (sauf pour une période de 3 mois au printemps de 1917) depuis avril 1913. La réforme fut limitée d'ailleurs aux bons à trois mois ; les bons à douze mois, peu nombreux, continuèrent d'être émis à taux fixe. En outre le Trésor se réserva le droit de mettre en vente en dehors des adjudications des « bons additionnels ».

Malgré ces deux restrictions la mesure avait une signification importante : l'expression anglaise que l'on prononça à ce sujet « decontrol of the Money Market by the Treasury » la rend assez bien. C'était en effet jusqu'à un certain point l'abandon par le gouvernement du pouvoir très marqué qu'il exerçait jusque-là sur le marché monétaire et qui était limité seulement par ce fait qu'il n'y avait de Treasury bills qu'à trois et douze mois ; l'action régulatrice des ventes à taux fixe allait disparaître. Par contre la reprise des émissions aux

enchères permettrait de placer les bons à des conditions résultant vraiment de l'état du marché ; connaissant mieux les dispositions de ses prêteurs le Trésor emprunterait moins à l'aveugle au double point de vue de l'intérêt et des sommes à réunir. S'il importait d'éviter autant que possible un nouvel accroissement de la dette flottante, il fallait, sous peine d'avoir à recourir de nouveau à la Banque, assurer le renouvellement des énormes échéances de Treasury bills. Peut-être craignait-on que le taux actuel de 6 0/0 ne soit trop faible. De plus en plus en effet il fallait compter avec la concurrence des emprunteurs privés. Sous leur action grandissante le marché se dérobaît à l'influence de l'Etat. En décidant le retour au mode d'émission du temps de paix sir R. Horne ne faisait que se conformer au nouvel état de choses. Les ventes « sur le comptoir » avaient constitué le meilleur système lorsque les besoins de Bons du Trésor étaient illimités et lorsque l'Etat était le principal emprunteur. Ces circonstances exceptionnelles tendent à disparaître et on s'achemine autant qu'il est possible vers le rétablissement du régime normal.

Le nouveau système entra en fonctionnement dans une période favorable : le taux de la Banque d'Angleterre ramené le 28 avril de 7 à 6 1/2 0/0 détermina sur le marché une légère détente.

La première adjudication se fit très près de 6 0/0 mais les taux descendirent peu à peu les semaines suivantes pour remonter au milieu de mai.

Dates	Montant offert	Taux moyen des adjudications
21 avril	£ : 50 millions	£ : 5 19 s. 0/0
28 avril	50	5 14 1/2
5 mai	50	5 13
13 mai	45	5 11
20 mai	45	5 15

Au début de mai le taux des bons additionnels put être fixé à 5 3/8 pour les bons à trois mois et à 5 3/4 pour les bons à un an.

Ce changement de politique semble avoir eu une influence

heureuse sur les mouvements de la dette flottante. Dans son ensemble celle-ci n'avait que très légèrement diminué au cours de l'année 1920-1921, mais le chiffre des Treasury Bills ayant augmenté, l'importance relative des avances par voies et moyens avait été heureusement réduite. Cette tendance s'accrut dans les deux mois qui suivirent, jusqu'à la fin de juin (v. tableau page 68).

§ 2. — L'emprunt de Conversion 3 1/2 0/0

Malgré la faible réduction de la dette flottante les résultats de l'année passée étaient satisfaisants. L'amortissement prévu avait été presque réalisé au moins quant à son chiffre global.

L'année 1921-1922 inspirait par contre de sérieuses inquiétudes : la crise de dépression que l'on traversait depuis mai 1920 se prolongeait indéfiniment. Il fallait compter sur un fléchissement général des impôts et par suite sur un amortissement très diminué.

Faute de pouvoir amortir une nouvelle consolidation devait être tentée. Comme les deux années précédentes l'examen de conscience budgétaire fut ainsi suivi d'une opération de conversion ; mais la nécessité s'en faisait sentir bien plus vivement qu'en 1920.

La deuxième série de Treasury Bonds se terminant le 30 avril le nouvel emprunt fut annoncé pour le 1^{er} mai. A la différence des Treasury Bonds qui avaient été effectivement mis en vente et ne devaient servir qu'indirectement à la consolidation de la dette flottante en permettant d'effectuer des remboursements, la nouvelle émission avait exclusivement pour objet une conversion directe. En outre elle visait à consolider non pas la dette flottante mais les différentes échéances de National War Bonds qui à partir d'octobre 1922 allaient se succéder de six mois en six mois.

Pour en assurer le succès on choisit le type 3 1/2 0/0 ; l'attrait de l'opération pour le public résidait dans la prime en capital qui en résultait nécessairement. Le taux d'émission maximum ressortait à 62,5 0/0.

Voici d'ailleurs le détail des taux de conversion afférents aux diverses séries de National War bonds.

National War bonds remboursables le 1^{er} octobre 1922: par 100 £ nominal 163 £ de 3 1/2 0/0.

National War bonds remboursables les 1^{er} avril et 1^{er} sept. 1923 par 100 £ nominal 162 £ de 3 1/2.

National War bonds remboursables les 1^{er} fév. et 1^{er} oct. 1924 par 100 £ nominal 161 £ de 3 1/2.

National War bonds remboursables les 1^{er} avril et 1^{er} sept. 1925 par 100 £ nominal 160 £ de 3 1/2.

Une addition de 400 millions de livres au capital nominal de la dette anglaise devait en résulter si tous les titres en circulation étaient échangés.

La charge d'intérêts elle-même était dans ce cas accrue de 4 millions. Un National War bonds de 100 £ une fois converti procurait à son porteur un revenu de 5,6 au lieu de 5 0/0.

L'emprunt n'étant pas remboursable avant le 1^{er} avril 1961 ce revenu est intangible d'ici là.

Passée cette date le remboursement peut être effectué tous les semestre au pair à l'option du gouvernement et moyennant préavis de trois mois. Mais aucune limite précise n'est prévue à cette période de remboursement. Bien que le mot n'ait pas été prononcé officiellement, c'était l'équivalent d'un emprunt en perpétuel.

Il est vrai qu'un fonds d'amortissement spécial est affecté à l'emprunt de conversion 3 1/2 0/0. A la fin de chaque semestre pendant lequel le prix moyen de l'emprunt coté par la Banque d'Angleterre aura été inférieur à 90, une somme minima de 1 0/0 des titres en circulation doit être mise en réserve pour être affectée pendant le semestre suivant à des rachats sur le marché.

Malgré les conditions très avantageuses consenties par le Trésor le succès fut assez médiocre : 25 0/0 seulement des National War bonds encore dans le public furent convertis. Voici (*Statist.* 9 juillet 1924) les chiffres qui furent atteints :

	Valeur nominale des titres convertis	Montant de 3 1/2 0/0 émis en échange
National War bonds des 4 séries	£ : 163.328.133	£ : 264 889.112

470 millions de National War bonds restaient dans la circulation. Beaucoup étaient détenus en effet par des banques ou des assurances qui ne se souciaient pas d'immobiliser davantage leurs fonds. Beaucoup aussi avaient dû être mis en réserve à raison de leur rôle monétaire pour le paiement de l'impôt sur les bénéfices extraordinaires. Enfin il n'est pas douteux qu'un courant d'opinion se formait de plus en plus contre les nouveaux emprunts : chez les petits capitalistes surtout la dépréciation progressive des titres de guerre avait peu à peu fait grandir la méfiance.

On accusa en outre l'insuffisance de la publicité et le moment choisi : le résultat aurait été meilleur peut-être si l'on avait attendu l'abaissement du taux de la Banque de 6 1/2 à 6 0/0 ; cet abaissement qui se produisit un mois plus tard accéléra les ventes de Treasury Bills.

Néanmoins la situation financière restait fort embarrassée ; les résultats du 1^{er} trimestre accusaient un excédent de dépenses. Sous peine d'accroître encore la dette flottante, il fallait recourir à une nouvelle émission.

D'autre part les conversions obtenues grâce à l'emprunt 3 1/2 0/0 étaient insuffisantes, et il était imprudent de laisser les National War bonds s'approcher pas trop de leur échéance, Dans les derniers mois de leur existence les titres à long terme jouent le rôle de placement à court terme et une consolidation devient alors impossible.

Les nouveaux Treasury bonds annoncés le 5 juillet par le chancelier de l'Echiquier répondaient à ces deux ordres de préoccupations.

§ 3. — Treasury bonds 5 1/2 0/0 et 5 0/0 Situation actuelle

Il s'agissait comme pour les précédents Treasury bonds d'une émission indéfinie à guichets ouverts ; mais elle était

doublée pendant les deux premières semaines d'une opération de conversion.

Pour les nouvelles séries le système de l'intérêt variable fut abandonné; on adopta le type 5 1/2 0/0 émis à 97. Les titres vont de 50 à 5.000 livres et sont remboursables au bout de huit ans. Enfin au point de vue fiscal ils sont assujettis à l'Income tax qui est déduit à la source, mais par contre ils sont exemptés de la nouvelle taxe sur les bénéfices des sociétés à responsabilité limitée, créée au mois d'avril. Les souscriptions en espèces furent reçues à partir du 12 juillet; en même temps jusqu'au 26, les porteurs de certaines séries d'Exchequer bonds et de National War bonds eurent la faculté d'échanger leurs titres contre des Treasury bonds; les conversions se faisaient au pair mais pour les stimuler des soultes en espèces étaient allouées par le Trésor. L'opération s'étendit aux obligations suivantes :

Soultes allouées par 100 £ des titres convertis :

Exchequer bonds 5 0/0 remboursables le 5 oct. 1921...	} £ : 4
Nat. War bonds 5 0/0 remboursables le 1 ^{er} oct. 1922...	
Nat. War bonds 5 0/0 remboursables le 1 ^{er} avril 1923...	} £ : 3. 10 s.
Nat. War bonds 5 0/0 remboursables le 1 ^{er} sept. 1923...	

Ainsi le taux d'émission était plus attrayant pour les conversions que pour les versements en espèces; au lieu de 97 il était de 96 1/2 et même de 96 pour les échéances les plus fortes.

Ce fait exceptionnel s'explique par le désir d'obtenir rapidement un grand nombre de conversions. Au contraire les besoins d'argent étaient bien moins pressants. Sauf les Exchequer bonds les obligations visées avaient été déjà comprises dans le tableau de conversion du mois de mai; mais il ne s'agissait plus cette fois d'une consolidation à aussi long terme; on estimait que l'échéance de huit ans serait plus acceptable pour les banques et les assurances [qui se trouvaient être parmi les principaux détenteurs de ces titres]. D'autre part l'exclusion des titres expirant en 1924 et 1925 dénotait également que c'est cette classe de détenteurs que l'on s'efforçait surtout d'atteindre.

Une autre clause de conversion portée au prospectus de l'emprunt visait les nouveaux Treasury bonds eux mêmes : ils étaient déclarés échangeables le 1^{er} avril ou le 1^{er} oct. 1922 contre des titres de l'Emprunt 3 1/2 : contre 100 £ de Treasury bonds on recevra 146 £ de 3 1/2. Ainsi rien n'a été négligé pour obtenir un maximum de consolidation.

Les Treasury bonds remplirent passablement leur rôle d'instrument de conversion. D'après une communication faite le 3 août par le chancelier de l'Echiquier les titres convertis représentaient un capital de 89 millions de livres. Sur ces bases il en coûtait au Trésor, en soultes versées aux porteurs, 3 millions 1/2 de livres ; en outre la charge d'intérêt était accrue de £ : 400.000. Heureusement les échanges avaient porté principalement sur les Exchequer bonds : 52 millions sur 72 en circulation furent ainsi retirés. Il restait peu de chose pour l'échéance d'octobre et de ce côté du moins les difficultés étaient aplanies.

Les ventes des Treasury bonds furent moins heureuses. Voici les chiffres des premières semaines :

12 au 23 juillet.	£ : 3.700.000
23 au 30 juillet.	— 4.430.000
30 juillet au 6 août.	— 3.950.000
6 au 13 août.	— 2.560.000
13 au 20 août.	— 1.355.000

La réduction du taux de la Banque d'Angleterre de 6 à 5 1/2 0/0 (24 juillet) stimula momentanément les souscriptions ; mais elles retombèrent aussitôt. Jusqu'au milieu de septembre elles restèrent très faibles : au 17 septembre la moyenne hebdomadaire depuis le début de l'émission ressortait à 2.700.000 livres.

La dette flottante subissait pendant ce temps un changement d'orientation. Après une période d'augmentation rapide des Treasury bonds tempérée par une légère diminution des avances par voies et moyens une tendance contraire se fit jour. A partir de juillet le Trésor adopta une politique consistant à mettre en vente chaque semaine une quantité de bons inférieure à celle qui vient à échéance.

Il en résulta une diminution constante du chiffre des Treasury bills en circulation ; par suite du déficit budgétaire et du faible rendement des Treasury bonds cette diminution tendait alors à peser sur les avances par voies et moyens.

Cependant malgré les chiffres élevés où se maintenait la dette flottante, une baisse des taux se dessina et se poursuivit tout l'été. Cette baisse était due en dépit de la politique de trésorerie à la situation générale du marché. De même que l'an dernier, malgré la diminution de la dette flottante, l'extrême activité des affaires avait déterminé une hausse des taux, de même pendant l'été 1921 l'effet de l'inflation de la dette à court terme fut contrarié par la dépression économique.

La baisse se manifesta notamment dans les adjudications de Bons du Trésor dont les taux descendent à peu près constamment à partir du 20 mai. Le 23 septembre une adjudication se fit à un taux moyen légèrement inférieur à 4 0/0.

La fin prochaine de la première série et la perspective d'une seconde série moins avantageuse amenèrent dès le 17 septembre une récrudescence soudaine des ventes de Treasury bonds. Du 17 au 24 les souscriptions s'élèvent à 14.750.000 livres.

Au 30 septembre les résultats de la série A étaient les suivants :

Souscriptions en espèces.	£ 50 millions 1/2
Conversions effectuées en juillet (chiffre définitif)	£ 96 millions

La série A prenant fin le 30 septembre fut remplacée immédiatement par une série B semblable de tous points sauf pour le prix d'émission qui fut porté de 97 à 98 ; les nouveaux Treasury bonds étaient comme les précédents remboursables au 1^{er} avril 1929 ; le 2 mars 1922 les deux séries devaient s'amalgamer : ainsi la série B était assurée de trouver un marché. D'une façon générale elle s'ouvrait sous d'excellents auspices ; aussitôt que le taux de 98 fut connu les titres de la série A montèrent à 97 3/4. Excellentes dès le début, les ventes furent accélérées au début de novembre par un nouvel abaissement du taux de la Banque ramené

de 5 1/2 à 5 0/0. La détente générale s'accroît encore sur le marché : les taux des dépôts en banque descendirent à 30/0 ; la série dura deux mois et procura au Trésor environ 72 millions soit plus de 8 millions par semaine. Ce succès remédia à la situation critique où se trouvait l'Echiquier.

Une série C fut lancée enfin le 1^{er} décembre ; elle diffère notablement des deux précédentes. Les conditions du marché continuant à être favorables l'émission est cette fois à 99 ; de plus la date du remboursement est reculée pour cette série au 15 mai 1930 ; enfin elle ne comporte pas le droit de conversion en 3 1/2 0/0 dans le courant de 1922.

Les souscriptions continuèrent à être abondantes. Du 17 septembre au 31 décembre les Treasury bonds ont procuré au Trésor 150 millions de livres. Le produit total des 3 séries au 31 décembre 1921 est de 174 millions de livres. Il a permis de couvrir le déficit de 63 millions afférent aux trois premiers trimestres de l'année financière, un certain nombre de paiements extérieurs (40 millions environ) enfin le montant des Bons du Trésor non renouvelés. Grâce au bon rendement des Treasury bonds on a pu continuer à réduire méthodiquement la somme des Bons en circulation sans avoir à augmenter par trop les avances par Voies et Moyens. L'ensemble de la dette flottante en a été notablement diminué : elle est presque ramenée aux chiffres d'août 1920.

Voici les principales étapes de son évolution au cours de l'année 1921 (millions de £) :

Dates	Bons du Trésor	Avances de la Banque	Avance des Public Dép.	Total
31 mars 1919...	987	228 5	226 5	1.442
31 mars 1920...	1.107	—	203	1.312
28 août 1920...	1.066 5	24	158 5	1.249
31 déc. 1920...	1.102	87 5	218 5	1.408
31 mars 1921...	1.121	—	154 5	1.275 5
30 juin 1921...	1.221 5 (maxim.)	39 5	113	1.374
30 sept. 1921...	1.159 5	7 5	153 5	1.320 5
29 oct. 1921...	1.124	51	162 5	1.337 5
31 déc. 1921...	1.060	20	180	1.260

A côté de l'accroissement sans doute momentané, des avances des services publics, ce tableau met en évidence

Dette intérieure (abstraction faite de la dette flottante)

Composition au 30 sept. et au 31 mars 1921 (en milliers de livres)

Echéances	Etat au 31 mars 1921		Etat au 30 sept.	
	1 ^{er} Montant	2 ^e Totaux annuels	1 ^{er} Montant	2 ^e Totaux annuels
1921-22 :				
Exchequer bonds 5 % 5 oct.	71.943		18.963	
— 5 3/4 1 fév. 1922.	30.754*		30.754*	
— 5 % 26 fév.	500		500	
		103.167		50.217
1922-23 :				
Exchequer bonds 5 % 1 avril 1922.	35.264		35.103	
— 5 — 14 juin.	300		300	
Nat. War bonds 5 — 1 oct.	197.305		133.723	
Exchequer bonds 5 3/4 1 fév. 1923.	*		*	
		232.869		169.126
1923-24 :				
Nat. War bonds 5 % 1 avril 1923.	204.448		128.989	
— 5 — 1 sept. —	146.803		95.303	
— 5 — 1 fév. 1924.	25.356		21.142	
Exchequer bonds 5 3/4 1 fév. —	*		*	
		376.604		245.434
1924-25 :				
Nat. War bonds 5 % 1 oct. 1924.	25.924		22.250	
Exchequer bonds 5 3/4 1 fév. 1925.	135.994*		135.994*	
		161.918		158.244
1925-26 :				
Nat. War bonds 5 % 1 avril 1925.	41.591		8.584	
Treas. bonds à 5-15 ans 1 mai 1925-35	23.143		23.606	
Nat. War bonds 5 % 1 sept. 1925.	17.833		14.234	
		52.567		46.424
1927-28 :				
Nat. War bonds 5 % 1 oct. 1927.	204.539		202.949	
— 4 — —	91.004		88.880	
Emprunt de guerre 3 1/2 1 mars 1928.	62.745		62.745	
		358.288		354.574
1928-29 :				
Nat. War bonds 5 % 1 avril 1928.	142.786		141.374	
— 4 — —	42.953		41.545	
— 5 — 1 sept. 1928.	225.757		222.610	
— 4 — —	23.795		23.063	
— 5 — 1 fév. 1929.	47.426		51.017	
— 4 — —	5.249		5.158	
		487.966		484.767
1929-30 :				
Treasury bonds 5 1/2 1 avril 1929.	—		149.428	
Exchequer bonds 3 % 28 janv. 1930.	15.640		15.640	
		15.640		165.068
Emprunts à long terme :				
Emprunt de guerre 4 1/2 1925-45.	12.805		12.805	
— 4 % 1929-42.	67.025		66.782	
— 5 — 1929-47.	1.928.734		1.906.234	
Emprunt des Détroits 5 % 1934.	1.753		1.753	
Emprunt de Consolidation 4 % 1960-90.	406.023		404.642	
Obligations de la Victoire 4 —.	357.735		355.866	
Emprunt de Conversion 3 1/2.	—		266.070	
Consolidés 2 1/2.	277.101		277.033	
Annuités 2 3/4.	2.633		2.628	
— 2 1/2.	21.457		21.423	
Dette à la banque.	13.646		13.646	
Annuités terminables.	17.698		16.698	
Nat. Saving certificates à 15 s. 6 d.	284.996		287.776	
		3.391.606		3.633.376
Totaux.		5.180.625		5.307.230

Nota. — Les primes de remboursement de 2, 3 ou 5 0/0 payables sur les Nat. War bonds 5 0/0 ne sont pas comprises dans les chiffres.

* Exch. bonds remboursables en 1925 mais avec faculté en janvier de chaque année de demander le remboursement au 1^{er} février de l'année suivante.

l'effort accompli pour réduire au minimum le recours à la Banque.

Dans le détail aussi bien que dans l'ensemble il y a donc depuis six mois un progrès marqué en ce qui concerne la Trésorerie. (Ce progrès semble devoir se poursuivre : l'Echiquier a pu, à la fin de janvier 1922, substituer aux obligations 5 1/2 des obligations 5 0/0 remboursables le 1^{er} février 1927 et émises à 99 0/0.)

Il n'en est pas de même pour l'ensemble de la dette. Il paraît probable en effet que l'année financière se terminera par un déficit. Dès maintenant le tableau ci-contre qui reproduit les dernières statistiques officielles publiées à ce sujet, permet de juger des résultats du premier semestre (*Statist.*, 3 déc. 1921). Il se borne à la dette intérieure et dans celle-ci il laisse de côté la dette flottante et les « Other capital liabilities » (celles-ci s'élevaient, au 30 septembre, à environ 53 millions de £). Les résultats des deux consolidations effectuées en mai et juillet y sont détaillés : elles ont eu pour effet d'alléger considérablement les charges d'amortissement obligatoire qui pèseront sur les trois prochaines années financières.

Par contre, jointes au déficit du premier semestre, elles ont déterminé une augmentation notable du capital de la dette. Cette augmentation s'est poursuivie depuis le 1^{er} octobre et il est à craindre qu'elle ne s'accroisse encore dans la suite. C'est la politique budgétaire du gouvernement et dans une certaine mesure les circonstances économiques qui en décideront.

DEUXIÈME PARTIE

DETTE EXTÉRIEURE

L'histoire de la dette extérieure, bien qu'elle ait forcément des points de contact nombreux avec celle de la dette intérieure, présente une évolution nettement séparée. Les emprunts extérieurs répondent à des besoins spéciaux ; ils touchent à une foule de questions qui n'intéressent pas la dette interne ; enfin ils ont pour le pays qui en supporte la charge, une signification économique nettement différente.

Les besoins de la défense nationale ont fait une nécessité à la plupart des belligérants de recourir à l'aide de l'étranger. Par sa situation de nation industrialisée à l'extrême et incapable de subvenir par elle-même à son alimentation, la Grande-Bretagne y était plus obligée qu'aucun autre. Il lui fallut tout le temps de la guerre et malgré la diminution de ses exportations, importer les produits d'alimentation et les matières premières indispensables à son existence. Enfin, malgré le développement intérieur des industries de guerre, les besoins militaires proprement dits nécessitèrent des achats considérables.

L'importance des emprunts extérieurs s'aggravait pour l'Angleterre d'une autre raison ; le gouvernement anglais ne s'est pas borné à financer ses propres besoins : de même que pendant les guerres napoléoniennes, il a fourni à ses alliés une aide financière considérable. Cette aide a eu surtout pour objet de faciliter leurs propres achats extérieurs ; le crédit de la Grande-Bretagne étant supérieur au leur, il était avantageux de le mettre au service de la cause commune. Jusqu'à l'entrée en guerre des Etats-Unis l'Angleterre a été le prin-

cipal soutien financier de la coalition. Pour subvenir à ses besoins propres et à ceux de ses alliés sans trop déprécier son change, des ressources extérieures lui étaient nécessaires. La balance de ses comptes étant déficitaire, il lui fallait emprunter.

CHAPITRE PREMIER

LA DETTE ENVERS LES ÉTATS-UNIS

§ 1^{er}. — Premières opérations Emprunt franco-anglais de 1915

La majeure partie des emprunts extérieurs anglais fut contractée aux Etats-Unis. Par la place qu'ils tenaient dans la production mondiale ceux-ci devaient être forcément, dès avant leur entrée dans la lutte, les principaux fournisseurs des alliés. Pour un grand nombre de produits ceux-ci ne pouvaient se fournir qu'en Amérique. Les Etats-Unis, de leur côté, devaient choisir entre une diminution considérable de leur production ou la continuation à crédit des exportations à destination de l'Europe.

Ce n'est cependant qu'au bout d'une année de guerre que la Grande-Bretagne commença à emprunter à l'extérieur. Jusque-là le taux des dépenses était relativement faible et on ne voulait pas croire à une guerre de longue durée. L'Angleterre, d'autre part, ne mobilisa que lentement : la production n'y subit donc pas de chute brusque. Peu à peu cependant l'écart entre les besoins et la production augmenta ; les stocks accumulés s'épuisaient ; la crise de change qui survint pendant l'été 1915 attira l'attention sur la nécessité de prendre des mesures pour combler le déficit de la balance des comptes. La livre étant descendue le 1^{er} septembre à \$ 4,50 on procéda à des expéditions d'or ; mais ce n'était là qu'un remède provisoire ; il importait d'ailleurs de conserver la réserve de la Banque ; les financiers américains eux-mêmes voyaient des inconvénients aux importations d'or qui tendaient à

affluer aux Etats-Unis ; ils craignaient avec raison que cet or ne devienne la base de nouveaux crédits bancaires et directement ou indirectement, un agent de hausse des prix. Aussi l'idée d'un emprunt prévalut-elle. Une délégation anglaise présidée par lord Reading fut envoyée en Amérique. La France également atteinte par la crise du change se joignit à l'Angleterre.

Les négociations menées de concert aboutirent en octobre : un syndicat de banquiers représentant toutes les sections de l'Union offrit au public américain un emprunt Anglo-français de 500 millions de dollars. Garanti solidairement par l'Angleterre et par la France qui devaient s'en partager le montant, il consistait en obligations 5 0/0 cédées au syndicat à 96 et offertes sur le marché à 98 ; celles-ci étaient remboursables au bout de cinq ans ou convertibles en obligations 4 1/2 0/0 à échéance de quinze à vingt-cinq ans.

Le succès fut satisfaisant. Le syndicat dut cependant garder pendant plusieurs mois une bonne partie de l'emprunt. Le marché américain n'avait pas l'habitude de placer ses fonds en titres étrangers : jusqu'à la guerre en effet l'Europe avait été le prêteur et l'Amérique avait été l'emprunteur. Désormais les rôles allaient changer.

De nouvelles opérations allaient être nécessaires. Or l'Amérique ne semblait pas disposée à prêter indéfiniment sans garanties à l'Europe en guerre. De son côté l'Angleterre avait avantage à offrir des gages grâce auxquels elle pourrait emprunter à de meilleures conditions. Elle possédait justement à l'encontre de l'Amérique un actif considérable : autant les titres européens étaient rares en 1913 sur le marché de New-York autant les titres américains étaient répandus en Europe. Les capitalistes anglais en détenaient une bonne part. N'était-il pas opportun de mettre ces ressources réunies en temps de paix, au service des besoins du temps de guerre ? M. Mac Kenna alors chancelier de l'Echiquier élaborait un plan de mobilisation qui permettait à l'Etat en sauvegardant les droits des particuliers, d'user pour son compte de l'actif que représentaient ces valeurs.

Cependant les besoins étaient urgents. Dès novembre 1913,

sans attendre la réalisation de ce plan, mais en anticipation des opérations qu'il permettrait, un crédit bancaire de 50 millions de dollars fut ouvert à New-York au nom de huit grandes banques anglaises. D'une durée de six mois ce crédit portait intérêt à 4 1/2 0/0. Disons immédiatement qu'il fut prolongé d'un an en juin 1916, moyennant un dépôt de titres d'Etat anglais ; en même temps le taux d'intérêt fut porté à 5 0/0. Il prit fin en juin 1917 après l'entrée en guerre des Etats-Unis.

§ 2. — Les Emprunts collatéraux

Les principes du plan de mobilisation financière furent exposés aux Communes le 13 décembre par M. Mac Kenna. On offrait au capitaliste anglais de lui acheter ou de lui emprunter les valeurs américaines qu'il pouvait détenir. Les titres vendus devaient être payés au moyen des Exchequer Bonds 5 0/0 créés à cette occasion ; nombreux au mois de janvier 1916, les échanges se ralentirent assez vite. Le Trésor fit une campagne pour obtenir au moins des prêts des valeurs ; les prêteurs recevaient en plus du revenu habituel de leurs titres une bonification d'intérêt de 1/2 0/0. Par contre le Trésor se réservait le droit de disposer à tout moment des valeurs ainsi prêtées, moyennant le remboursement du capital augmenté d'une légère prime.

Pour stimuler la bonne volonté des porteurs M. Mac Kenna fit voter par le Parlement à titre de pénalisation une imposition supplémentaire de 2 shillings à la £ (soit 10 0/0) sur le revenu des titres que le gouvernement offrait d'acheter ou d'emprunter (mai 1916). Les prêts et les ventes elles mêmes se firent aussitôt plus nombreux.

L'opération fut étendue en août 1916 par la substitution au plan A d'un plan B qui visait non plus seulement les valeurs américaines mais toutes sortes de valeurs étrangères. L'Angleterre s'était constitué peu à peu un portefeuille de valeurs étrangères considérable dont le total était estimé à 4 milliards de livres.

Grâce au plan B le gouvernement anglais allait pouvoir en user comme d'un véritable Trésor de Guerre.

La durée du nouveau plan devait être de cinq ans (au lieu de 2 pour le plan A). On abandonnait d'autre part le système des achats payés en Exchequer Bonds pour ne conserver que les prêts de titres avec faculté pour le gouvernement d'en disposer à tout moment ; le boni d'achat prévu pour cette hypothèse était porté de 2 1/2 à 5 0/0.

Dès le mois d'août 1916 la quantité de titres réunie grâce aux ventes ou aux prêts des capitalistes anglais permettait d'émettre sur le marché de New-York un emprunt gagé par un portefeuille important.

Déjà la France avait donné l'exemple en offrant 100 millions de dollars de bons 5 0/0 avec garantie collatérale. L'Emprunt anglais consistait en bons 5 0/0 à deux ans, remboursables en or en septembre 1918 ; émis pour un montant total de 250 millions de dollars il était garanti par un portefeuille représentant au cours de l'époque 120 0/0 de sa valeur, soit 300 millions de dollars.

Un syndicat à la tête duquel se trouvait la banque de J.-P. Morgan, se chargea de l'opération ; il prit les bons à son compte au taux de 98 0/0 et les remplaça avec succès à 99.

Ce premier « emprunt collatéral » qui prit date du 1^{er} septembre 1916 fut suivi un mois après d'un second. L'émission était cette fois bipartite et comprenait 300 millions de bons 5 1/2 0/0 dont moitié à trois ans et moitié à cinq ans ; ils étaient offerts respectivement à 99 1/4 et 98 1/2 ; enfin 360 millions de \$ de titres leur étaient affectés en garantie.

Des opérations de moindre importance étaient conclues subsidiairement. Ce fut en septembre 1916 le placement par le Metropolitan Water board de 6.400.000 \$ de bons 6 0/0 qui précéda de peu l'emprunt de la Ville de Paris. Ces bons devaient être remboursés en septembre 1918 ; ce fut surtout le *Wheat purchase credit* de 25 millions de dollars ouvert en novembre par la Corn Exchange Bank de New-York à une Compagnie (*Wheat export Co*) formée spécialement pour représenter les agents anglais chargés de l'importation des grains.

Ce crédit destiné à faciliter le règlement des achats de l'Angleterre en céréales, avait le caractère d'un *revolving credit* renouvelable. Le taux d'intérêt initial était 5 0/0. Il devait prendre fin à la suite de l'entrée en guerre des Etats-Unis.

Un troisième emprunt collatéral fut lancé en janvier 1917 ; il consista en bons 5 1/2 0/0 à un et deux ans pour 100 et 150 millions de dollars respectivement. A la différence des deux premiers « collatéraux » cet emprunt comportait comme « l'Anglo-Français » une clause de consolidation : les bons étaient convertibles à toute époque jusqu'à et y compris la date de remboursement, en obligations 5 1/2 remboursables à terme fixe le 1^{er} février 1937.

Il était par ailleurs gagé par des valeurs de toutes nationalités : l'Amérique du Nord et du Sud, le Japon, les Dominions anglais y étaient représentés ; il y avait même pour une certaine somme des titres de chemins de fer anglais. L'ensemble atteignait environ 120 0/0 du montant nominal des bons ; il était de plus stipulé que de nouvelles valeurs seraient livrées au cas où une baisse viendrait à compromettre la marge de couverture de 20 0/0. Les taux d'émission et de remboursement des nouveaux bons 5 1/2 procuraient un rapport net de près de 6 0/0.

Le succès en fut remarquable : les souscriptions ouvertes le 24 janvier durent être closes le 29 au lieu du 31 ; encore le montant avait-il été dépassé notablement. Au moment même où le troisième Collateral loan était couvert en Amérique le gouvernement anglais prenait à Londres une mesure importante.

Jusqu'ici les deux plans de mobilisation financière successivement en vigueur avaient été purement facultatifs pour les particuliers, sauf l'effet pour le plan A de la pénalisation à l'income tax votée en mai 1916.

A ce système jugé désormais insuffisant un ordre en Conseil paru à la *Gazette de Londres* du 25 janvier substituait celui de la réquisition. Le Trésor avait dorénavant le pouvoir de réquisitionner toutes valeurs étrangères ; pour rendre ce pouvoir effectif le même ordre posait le principe de la déclaration obligatoire de ces valeurs. En outre en ce qui concerne

ces mêmes valeurs, des restrictions étaient apportées à la liberté des transactions de façon à enrayer leur exportation : il était interdit de vendre hors du Royaume-Uni aucun titre américain ou canadien ; les titres originaires d'autres pays pouvaient être négociés aux Etats-Unis ou au Canada, mais moyennant certaines conditions dont la principale était le rapatriement des fonds réalisés et leur placement dans la métropole.

Le gouvernement resserrait ainsi son emprise sur l'actif extérieur de la nation. Bientôt d'ailleurs ces mesures devaient perdre beaucoup de leur importance par le fait de l'entrée des Etats-Unis dans la guerre européenne. Après une longue période de tension due aux incidents de la lutte sous-marine les Etats-Unis se décidèrent à rompre les relations diplomatiques avec l'Allemagne (3 février 1917).

Un dernier emprunt collatéral prit place alors au mois de mars 1917 : 100 millions de \$ de bons-or 5 1/2 0/0 à deux ans furent placés au taux de 99 0/0 par les soins d'un syndicat américain dirigé par la banque J.-P. Morgan, agent habituel du gouvernement anglais. Les souscriptions dépassèrent de beaucoup le montant offert.

Un mois plus tard les Etats-Unis étaient en guerre avec l'Allemagne (4 avril : déclaration de l'état de guerre au Sénat ; 6 avril : déclaration à la Chambre des représentants et approbation par le président Wilson).

§ 3. — Les avances du Trésor fédéral à l'Angleterre

Avec l'intervention des Etats-Unis une ère nouvelle s'ouvrait dans les relations financières anglo-américaines. Si l'Amérique avait mis longtemps à prendre sa décision elle entra du moins dans la lutte avec toutes ses forces, aussi bien financières que militaires.

A compter d'avril 1917 les emprunts à long terme émis sur le marché américain par les gouvernements alliés cessent complètement, et parmi eux les « collatéraux » anglais, afin

de faire place aux emprunts que l'Amérique allait avoir elle-même à lancer.

Le recours aux capitaux privés américains est remplacé désormais pour les alliés par des avances consenties par le gouvernement fédéral, qui tend ainsi à remplacer l'Angleterre dans le rôle qu'elle avait assumé jusque-là de premier soutien financier de la coalition.

Cette substitution de l'Amérique à l'Angleterre ne se fit pas toutefois du premier coup. Sur le produit du premier emprunt de guerre américain (5 milliards de \$) un crédit de deux cents millions de dollars fut accordé dès le 25 avril 1917 à l'Angleterre, mais à l'Angleterre seule. Aux yeux du gouvernement fédéral intervenant pour la première fois dans les affaires européennes les alliés formaient un bloc dont les Anglais étaient financièrement la tête ; pourquoi ne pas financer tous les alliés par l'intermédiaire de l'Angleterre ?

Dès le mois de juin les Etats-Unis renoncèrent à cette combinaison et se décidèrent à ouvrir des crédits directs aux différents gouvernements alliés ; la tâche de l'Angleterre fut allégée d'autant ; ce nouveau système était à la fois plus pratique et plus généreux : plus pratique parce que tous les alliés avaient plus ou moins à s'approvisionner en Amérique, plus généreux aussi parce que le crédit de certains d'entre eux était loin de valoir le crédit anglais.

Pour l'Angleterre elle-même le taux de ces avances gouvernementales constituait sur le régime antérieur des emprunts collatéraux une économie considérable. Le gouvernement américain se fit en effet une règle de prêter à ses alliés aux conditions auxquelles il empruntait lui-même couramment sur son marché interne, c'est-à-dire au taux des « Certificates of indebtedness » émis dans les intervalles des grands emprunts. Pour la période d'avril à juillet 1917 le taux des avances fut ainsi de 3 et 3 1/4 0/0.

Outre l'avantage de l'économie le nouveau mode de crédit avait celui d'une souplesse beaucoup plus grande : grâce aux sommes considérables que lui procurèrent les emprunts de la liberté le gouvernement américain était à même de fournir à ses alliés au fur et à mesure de leurs besoins tous les fonds qui leur

étaient nécessaires. A l'action à la fois brusque et passagère que les emprunts collatéraux avaient sur le change les avances de gouvernement à gouvernement substituèrent une action parfaitement stabilisatrice. Les alliés disposant toujours grâce au Trésor américain de toutes les quantités de dollars qui leur étaient nécessaires le change se fixa aux environs des cours de l'époque, ce qui ne laissa pas de faciliter beaucoup l'approvisionnement de l'Europe.

C'est ainsi qu'en ce qui concerne l'Angleterre le cours de la livre fut maintenu aux environs de \$ 4.765. Pour déterminer un pareil résultat les avances atteignirent des chiffres colossaux.

Le montant global de 4 milliards de dollars qui avait été fixé au mois de juin 1917 pour l'ensemble des alliés fut dépassé dès décembre. La limite des crédits fut relevée finalement à 10 milliards de dollars et le total effectivement employé en avances de guerre atteignit près de 9 milliards 1/2. Le taux d'intérêt s'éleva en même temps que celui des Certificats of indebtedness pour arriver peu à peu à 5 0/0. Sur ces chiffres la plus grosse part revient à l'Angleterre : elle en obtint près de la moitié, soit 4 milliards 300 millions de dollars. La France qui vint après elle, ne reçut que 3.048 millions. Le tableau ci-joint permet de suivre les fluctuations des avances à l'Angleterre.

Avances du gouvernement américain à la Grande-Bretagne

(millions de \$)

15 juin 1917.	475	16 mai 1919. . .	4 316 (maxim.)
31 déc. 1917.	2.045	20 sept. 1919 . .	4.293
6 avril 1918.	2.720	27 sept. 1919 . .	4.277
18 mai 1918.	2.995	31 mars 1920 . .	4.207
31 août 1918.	3.745	15 nov. 1920 . .	4.196
20 déc. 1918.	4.195	31 mars 1921 . .	4.196
19 avril 1919.	4.136	Juin 1921	4.166

Avant d'aborder la période de remboursements et de consolidation il reste à traiter des émissions de Treasury bills opérées par le Trésor sur le marché américain. Il en avait déjà

été question à la fin de 1916 afin d'assouplir le régime des crédits que de temps à temps autr l'Angleterre devait demander à l'Amérique. La mesure se heurta à l'opposition du Bureau fédéral de réserve : celui-ci adressa aux *Member banks* un avertissement où il les mettait en garde contre les placements en titres européens à court terme. Ces titres voués fatalement à des conversions entraîneraient une immobilisation fâcheuse des réserves américaines. L'Angleterre renonça alors à ce projet. Ce n'est qu'après l'entrée en guerre des Etats-Unis qu'il fut repris pour être mis cette fois à exécution. Avec l'assentiment du gouvernement fédéral et par l'entremise de la banque J.-P. Morgan, l'Angleterre commença en août 1917 à émettre des Treasury bills à quatre-vingt-dix jours libellés en dollars. L'objet de l'opération était de rembourser les crédits bancaires que l'Angleterre avait obtenus avant la déclaration de guerre de l'Amérique. Les bons en circulation ne devaient pas dépasser un maximum de 150 millions de \$.

Depuis lors ces émissions se sont succédées régulièrement à des taux qui ont varié suivant les époques ; après avoir été de 5 et 5 1/2 0/0 le taux était en dernier lieu de 6 0/0. En 1921 le total de ces Treasury bills a été notablement réduit ; il ne s'élevait plus au 31 mars 1921 qu'à 21 millions de dollars.

§ 4. — Remboursements et consolidation des emprunts collatéraux

L'arrêt des avances américaines au gouvernement britannique en septembre 1919 marque dans l'histoire des rapports financiers des deux pays le début d'une quatrième période. L'ère des emprunts a cessé. L'Angleterre s'attache désormais à amortir ou tout au moins à consolider sa dette. Le 20 septembre 1919 elle effectue en déduction des avances du Trésor américain un remboursement de 22 millions 1/2 de dollars ; comme il résulte du tableau donné plus haut des réductions ultérieures eurent lieu au cours de 1919 et 1920 : soit par des paiements effectifs, soit par compensation avec certaines

créances du Trésor anglais à l'encontre de l'Amérique, elles atteignirent 120 millions de \$ ramenant à 4.196 millions à la fin de 1920 la dette vis-à-vis du Trésor américain.

C'étaient là des remboursements facultatifs : pour une dette aussi considérable les Etats-Unis ne pouvaient songer à exiger le remboursement immédiat qu'ils étaient cependant en droit de réclamer. Par contre l'Angleterre avait à faire face à des échéances obligatoires en ce qui concerne ses emprunts émis sur le marché américain.

Déjà pendant les hostilités le crédit bancaire de 50 millions de dollars, le *Wheat purchase credit*, les bons du Metropolitan Water board avaient été remboursés. Il en avait été de même le 1^{er} septembre 1918 du Collateral 5 0/0 à deux ans émis en septembre 1916.

Le Collateral de janvier 1917 convertible en obligations 5 1/2 à vingt ans était venu à échéance aux 1^{er} février 1918 et 1919. Sur un total de 250 millions de dollars les conversions atteignirent 143 millions.

Tous ces emprunts furent remboursés au moyen des avances du gouvernement américain dont ils grossirent le total.

Par la volonté même de l'Angleterre qui insista pour l'arrêt des crédits gouvernementaux qui stabilisaient artificiellement le change, cette ressource commode manquait en octobre 1919 pour l'échéance de la première fraction du Collatéral d'octobre 1916 (135 millions de \$ de bons à trois ans encore en circulation).

Outre ce remboursement l'Angleterre avait encore d'autres paiements à faire de l'autre côté de l'Atlantique.

Pour y faire face on procéda à l'émission sur le marché américain d'un emprunt dit de consolidation, on offrit aux souscriptions deux catégories de titres portant intérêt à 5 1/2 0/0 à savoir : des bons à trois ans émis à 98 et des obligations à dix ans émises à 96 1/4. Le montant nominal à couvrir était de 250 millions de dollars.

Une combinaison ingénieuse avait pour but de préparer la transformation graduelle de ce nouvel emprunt extérieur en dette intérieure. Voici en quels termes M. Chamberlain dans

son discours du 29 octobre 1919 à la Chambre des Communes recommandait cette opération :

« La caractéristique de l'émission est que les titres à 5 1/2 0/0 \$
« aux deux échéances, sont convertibles à l'option du por-
« teur en National War bonds 5 0/0 de la quatrième série au
« taux d'échange de \$ 4.30. En d'autres termes comme le
« change dépasse ce taux les porteurs convertiront graduelle-
« ment leurs titres dollars en titres livres sterling et pour les
« titres à trois ans la date d'échéance sera portée de 1922 à
« 1929. Si le droit d'option est exercé, en fin de compte le
« gouvernement aura assuré la transformation de la dette
« extérieure en dette intérieure ; il aura obtenu à peu près le
« même résultat que s'il avait placé les National War bonds
« entre les mains des capitalistes américains à un taux de
« change sensiblement plus favorable que celui qui pourrait
« être obtenu sur le marché à l'heure actuelle. La consolida-
« tion des titres dollars qui échoient au 1^{er} novembre 1919
« nous permettra de nous servir de nos disponibilités aux
« Etats-Unis plus largement qu'il n'aurait été possible de le
« faire avec cette dette pesant sur nous. »

Les souscriptions se répartirent comme suit (chiffres donnés par *le Chronicle* du 19 nov. 1921) :

Bons à 3 ans remboursables le 1 ^{er} nov. 1922 . . .	\$ 101.620.900
Obligat. à 10 ans remboursables le 1 ^{er} août 1929. . .	\$ 148.379.100

Quant aux conversions en National War Bonds la baisse de la livre les a rendues très problématiques, au moins pour les bons à trois ans (cote actuelle de la livre : \$ 4.20) :

L'échéance extérieure la plus proche à laquelle on eût à faire face était alors celle de la part anglaise de l'Emprunt anglo-français (15 oct. 1920).

Dès le mois de mars le remboursement en fut annoncé. Le chancelier de l'Echiquier se promettait de l'effectuer sans contracter de nouvel emprunt extérieur ; dans le courant d'avril pour se procurer des fonds il fit mettre en vente sur le Stock Exchange de Londres une certaine quantité de titres américains ; il espérait que pour le surplus les souscriptions

des certificats d'Epargne stimulées à cet effet seraient suffisantes.

On dut cependant recourir à l'aide de la Banque d'Angleterre ; mais tandis que la part française était consolidée pour les 2/5, la part anglaise fut intégralement remboursée.

En raison de la prime du dollar il en coûta au Trésor d'après les comptes de 1920-1921 une somme totale de 59.229.221 livres au lieu de 51 millions qui représentent l'équivalent au pair de 250 millions de dollars.

Enfin le 1^{er} novembre 1921 la seconde fraction du Collateral d'octobre 1916 (soit 150 millions de dollars de bons à cinq ans) arriva à échéance. Des rachats anticipés en avaient réduit le montant à 90 millions en juillet. Depuis lors la banque Morgan avait remboursé au pair les porteurs qui en faisaient la demande. Le paiement final se chiffra par 51 millions de dollars. Il ne reste plus comme échéance rapprochée que les bons à trois ans de l'Emprunt de consolidation expirant en octobre 1922.

Tableau de la dette envers l'Amérique en 1920-21

(en millions de dollars)

	31 mars 1920	31 mars 1921
1° Avances du gouvernement des Etats-Unis. . .	4.200	4.196
2° Emprunt de consolidation d'oct. 1919 en deux échéances, respectivement :		
α) Obligations à 10 ans.	148	148
β) Bons à 3 ans.	102	95
3° Bons collatéraux à 5 ans émis en oct. 1916. .	129	129
(Montant originaire 150 millions de dollars).		
4° Emprunt Anglo-Français, part anglaise	250	—
5° Obligations 5 1/2 0/0 1937, provenant des con- versions de bons collatéraux émis en janv. 1917.	143	143
6° Treasury bills émis en dollars aux Etats-Unis.	45	21
	<u>5.017</u>	<u>4.732</u>

ou £ 1.032 millions ou £ 972 mil.

N. B. — Pour être tout à fait complet il faut mentionner au 31 mars 1920 un emprunt 6 0/0 1927 de 15 millions de \$ contracté envers la Compagnie du chemin de fer central Argentin. Cet emprunt semble avoir été remboursé par anticipation avant le 31 mars 1921.

§ 5. — Le problème des avances américaines

Le problème important était désormais le sort des avances gouvernementales. Elles avaient été consenties moyennant la remise par le Trésor anglais de *Demand notes* remboursables comme leur nom l'indique à tout moment. Il fallait sortir de ce régime d'attente qui pesait fâcheusement sur le change. Le remboursement étant hors de question, le principe d'une consolidation semblait s'imposer.

Une autre solution ressortait cependant d'une thèse très en faveur de l'Angleterre, à savoir l'annulation des avances consenties d'Etat à Etat pour les besoins des hostilités.

Les Anglais ont été frappés avec raison semble-t-il, de l'importance que le service des dettes de guerre allait prendre dans les balances de comptes des différents belligérants.

Etant donné leur chiffre ces dettes ne pourront être réglées rapidement par des moyens purement financiers comme il en avait été après les guerres anciennes. Le seul service des intérêts suppose des achats de change tellement considérables qu'ils ne semblent possibles que moyennant la formation d'un mouvement commercial. En d'autres termes les dettes extérieures ne pourront être remboursées qu'en marchandises au fur et à mesure des excédents d'exportations que les débiteurs seront en état de réaliser. Elles créent une situation nouvelle à laquelle la balance des comptes internationaux devra s'adapter pour arriver à l'équilibre ; il semble donc qu'elles auront une influence marquée sur le mouvement commercial des années qui vont suivre.

La question se relie d'ailleurs à celle du change. C'est l'endettement des belligérants qui est la cause profonde de la déni-vellation des changes et des troubles qui en résultent pour les relations commerciales.

Les faits confirment d'ailleurs les appréhensions des Anglais : ils se voient menacés de plus en plus de perdre une grande partie de leur clientèle européenne. Le chômage s'étend en Angleterre dans des proportions inquiétantes. Outre le danger politique et social qu'il constitue, il entraîne pour la

nation une perte de revenus considérable. Pour éviter cette perte certains Anglais préconisent volontiers l'abandon du montant des créances que possède l'Angleterre à l'encontre des gouvernements alliés et des Dominions (1900 millions de £ environ, v. p. 93). Le sacrifice de ce capital qui dès le début a été considéré comme hasardé, libérerait le commerce anglais des entraves dont il souffre actuellement. Il faut ajouter que si le principe de l'annulation était appliqué à la totalité des dettes interalliées la Grande-Bretagne gagnerait d'un côté une partie de ce qu'elle perdrait de l'autre. L'annulation de la dette envers l'Amérique représenterait au pair de 862 à 972 millions de livres selon que le gouvernement fédéral prendrait ou non à sa charge les emprunts contractés par l'Angleterre sur le marché. Numériquement le gain serait très inférieur à la perte ; mais les deux dettes sont de qualité très différentes : les créances anglaises sont pour partie d'une rentrée douteuse puisque le premier en rang de ses débiteurs est la Russie. Au contraire on peut dire à l'honneur de l'Angleterre que sa dette envers les Etats-Unis constitue pour ceux-ci une créance de premier ordre.

Le gouvernement américain consulté à titre purement officieux d'ailleurs, manifesta comme l'on pouvait s'y attendre son intention très nette d'écarter cette combinaison. Pour lui elle entraînerait l'abandon définitif d'un capital d'environ 10 milliards de \$ sans contre-partie aucune. Il est compréhensible qu'il ne s'y soit pas résolu. Les hommes d'Etat américains mirent d'ailleurs en avant une autre considération : à tort ou à raison ils considèrent le poids de la dette européenne envers l'Amérique comme un gage de paix.

Au début de février 1921 dans un discours prononcé à Birmingham M. Chamberlain annonçait déjà en la déplorant cette décision des Etats-Unis ; elle fut rendue définitive le 1^{er} avril par une décision du cabinet américain.

Il ne restait donc plus qu'une solution possible : la consolidation. Depuis longtemps déjà la question était à l'étude tant en Amérique qu'en Angleterre et des négociations étaient même en cours à ce sujet dès la fin de 1920.

Il avait fallu avant tout fixer le montant auquel s'applique-

rait l'opération. Les prêts accordés à l'Angleterre en vertu des « Liberty loan Acts » s'élevaient en novembre 1920 à 4.196 millions de dollars ; à cela s'ajoutaient les intérêts accrus soit \$ 314.582.825 au 15 novembre 1920 (1). Il fut convenu que sur cette dette \$ 122.017.633.57 seraient considérés comme ayant été empruntés pour les achats d'argent que le gouvernement anglais effectua pendant la guerre pour les besoins de l'Inde. Ces achats prévus par le *Pittmann Act* avaient été couverts par les avances du Trésor américain. Quelques remboursements furent effectués là-dessus dès 1920. Pour le surplus soit 122 millions de dollars en chiffres ronds, le gouvernement anglais s'engagea à le payer en quatre annuités se terminant avec 1924 ; il s'engagea subsidiairement à faciliter aux Etats-Unis l'obtention de crédits en roupies.

Ces quelques remboursements prévus n'échancrent que faiblement la masse des avances existantes. Pour celles-ci deux questions se posent : celle de la consolidation et celle des intérêts. Les plans de consolidation se ramènent à deux conceptions ; la première préconise une émission d'obligations sur le marché américain : à une dette à court terme envers le Trésor fédéral serait substituée une dette à long terme envers le public américain. La seconde comporte au contraire la consolidation pure et simple sans changement de créancier.

En février 1919 un projet fut déposé dans le premier sens par le sénateur Smoot ; il s'étendait à la totalité des dettes alliées envers les E.-U. Après mûr examen le secrétaire du Trésor Glass l'abandonna : il aurait mené à l'émission vers 5 1/2 0/0 de plus de 8 milliards 1/2 de \$ de titres nouveaux ; le trouble aurait été très grand sur le marché ; des ventes en masse se seraient produites entraînant une baisse générale des valeurs existantes ; les conséquences auraient pu être très graves pour les Caisses d'Epargne et un bon nombre de banques américaines.

L'idée a été reprise récemment sous une forme assez neuve par le président Harding lui-même. Il a exposé son plan, qui

1. D'après le rapport annuel du secrétaire du Trésor Américain (*Chronicle*, 19 février 1921, p. 684).

ne vise cette fois que la dette anglaise dans un discours prononcé à New-York le 23 mai 1921.

Les « demand-notes » du Trésor américain seraient convertis en obligations au porteur que l'on remettrait au public en échange des titres d'emprunt de guerre américains (Liberty bonds) en circulation. Le principal et l'intérêt de ces obligations au porteur seraient payables en dollars par le gouvernement anglais et garantis par les E.-U. L'avantage de cette combinaison était de ne pas accroître le nombre des valeurs en circulation puisqu'une somme égale de Liberty bonds aurait été retirée. Une compensation se serait faite ainsi entre la dette de l'Amérique envers son propre marché et sa créance envers l'Angleterre. Il est vrai que malgré la garantie américaine le service des intérêts aurait dû être relevé notablement, ce qui n'aurait pas manqué d'avoir une certaine influence sur l'état du marché.

Malgré ses côtés séduisants il semble que cette combinaison soit abandonnée. Les négociations menées sérieusement depuis l'arrivée de lord Chalmers secrétaire permanent du Trésor anglais envoyé en mission à cet effet (avril 1921) étaient engagées dans une autre voie.

D'après les déclarations du secrétaire américain Mellon il n'était plus question en juin d'une émission d'obligations anglaises.

Depuis lors la Chambre américaine a voté une loi destinée à limiter les pouvoirs de son gouvernement dans les négociations; celles-ci seraient confiées à un comité de cinq membres présidé par le secrétaire du Trésor; l'annulation des dettes est nettement écartée; la consolidation se ferait par échange des « demand-notes » contre des titres à long terme mais sans qu'il soit possible de remettre des titres d'un gouvernement autre que celui du pays débiteur; par là l'Amérique se refuse à toute compensation entre les différentes dettes de guerre; une pareille compensation aurait en effet pour résultat de faire disparaître une partie importante des créances américaines sur l'Angleterre et la France et d'y substituer les créances de celles-ci sur leurs alliés d'Europe moins solvables.

Au texte voté par la Chambre des représentants le Comité

du Sénat a ajouté de nouvelles stipulations qui restreindraient encore les pouvoirs du gouvernement : limite extrême de remboursement au 15 juin 1947, intérêt minimum de 5 0/0.

Ainsi la question semble s'orienter vers une solution prochaine.

Sans attendre que la consolidation soit un fait accompli il a été décidé de commencer le service des intérêts qui avait été finalement différé jusqu'à avril 1922.

D'après les déclarations faites aux Communes par sir Robert Horne, le 9 novembre 1921, les versements commenceront avec l'année financière 1922-1923. Ils s'élèveront à 25 millions de £ par semestre.

CHAPITRE II

AUTRES OPÉRATIONS D'EMPRUNT EXTÉRIEURES

§ 1. — Emprunts anglais au Canada

Après les E.-U. mais très loin derrière eux c'est le Dominion du Canada qui a fourni à l'Angleterre l'aide financière la plus importante.

Dès le mois de décembre 1915 le gouvernement du Dominion mettait à la disposition de la métropole une somme de 50 millions de dollars provenant de l'excédent des souscriptions au premier emprunt de guerre canadien.

Dans le courant de 1916 d'autre part, le Trésor anglais obtient de certains groupes de banques canadiennes des crédits qui atteignent à la fin de l'année 120 millions de dollars.

Ce sont ces deux procédés d'emprunt : avances gouvernementales et bancaires qui, par leur développement ultérieur, procurèrent à la Grande-Bretagne les sommes dont elle eut besoin au Canada.

L'historique des avances gouvernementales se complique de ce fait que le Trésor anglais fut à la fois emprunteur et prêteur.

Pendant toute la durée des hostilités en effet, l'Angleterre consentit elle-même au Canada des crédits, destinés à lui faciliter ses achats extérieurs. Au cours de l'année financière 1917-1918 ces crédits furent même supérieurs à ceux qui furent mis à sa disposition dans la même année par le Dominion. Mais dans l'ensemble les crédits canadiens l'ont emporté.

On procéda le 31 mars 1919 à une compensation : les

créances anglaises tant en livres qu'en dollars s'élevant au 31 mars 1919 à 251.976.000 \$, furent annulées avec un montant égal des créances canadiennes.

L'Angleterre restait pour le surplus débitrice du Canada.

Un certain nombre d'arrangements ultérieurs ramenèrent sa dette à 181 millions 1/2 de dollars au 31 mars 1920 (chiffres en dollars communiqués par la Chambre de Commerce internationale) soit au pair du change environ 37.300.000 £ (chiffre donné par le Statistical Abstract for the U. K. paru en 1921). Il s'y ajoutait à la même date 170 millions de dollars dus aux banques canadiennes. Les avances de ces banques qui servirent principalement à des achats de munitions et de céréales, s'étaient élevées au moment de l'armistice à 200 millions de dollars. Leur mécanisme en faisait d'ailleurs indirectement un véritable prêt du gouvernement du Dominion : elles étaient garanties en effet par des Treasury Bills anglais ; or ceux-ci font partie des titres admis par la Finance Act Canadien de 1914 à servir de base aux émissions de papier-monnaie. Le Trésor canadien les reprit aux Banques et leur remit en échange des billets du Dominion ; ce fut donc lui qui en fournit effectivement le montant.

Le remboursement au début de 1920 d'un crédit de 50 millions de \$ pour achats de blé ramena cette dette envers les Banques à 150 millions de dollars ainsi décomposés :

	Echéances	Montants
Crédit accordé en octobre 1917 pour achat de vivres.....	Nov. 1920	50 millions de \$
Crédit accordé à l'Imperial Munition board (1916).....	Mars 1921	75 —
Crédit accordé à l'Imperial Munition board (1916).....	Juin 1921	25 —

Un arrangement intervint alors par lequel l'Angleterre s'est engagée à la rembourser en mensualités se terminant au mois d'avril 1922.

D'après des chiffres fournis en décembre 1920 par le chancelier de l'Echiquier les paiements prévus de ce chef étaient

de 100 millions de dollars pour 1921 et de 40 millions pour 1922 (10 millions furent versés à la fin de 1920).

Au 31 mars 1921 le total de la dette anglaise envers le Canada, banques et gouvernement, s'élevait d'après le *Statist* (2 juillet 1921) à 237 millions de \$ ou à environ 53 millions de livres, marquant un recul de près de 100 millions de dollars en un an.

§ 2. — Emprunts anglais au Japon

La situation financière très forte dont le Japon a joui pendant la guerre en faisait un prêteur tout indiqué. L'éloignement a empêché les achats des alliés sur le marché japonais d'être très importants; mais le Japon ne s'est pas borné à prêter en yens, il a prêté également en dollars et procuré ainsi aux alliés des ressources disponibles à New-York.

Les principales opérations d'emprunt effectuées au Japon par la Grande-Bretagne furent les suivantes :

1° En juillet 1916 un prêt de 100 millions de yen ou 50 millions de \$ consenti par le gouvernement japonais lui-même, contre remise de Treasury Bills.

Ce prêt fût renouvelé en août 1917.

2° En décembre 1916 placement de 100 millions de yen en Exchequer bonds 6 0/0 à trois ans.

Ces titres furent pris cette fois par un syndicat de banques japonaises; le gouvernement ne servant que d'intermédiaire. Le montant fut mis à la disposition de l'Angleterre en dollars.

3° En janvier 1918 un emprunt de 80 millions de yens livrables en dollars à New-York en échange de Treasury Bills (libellés en yens).

De ces trois emprunts le second a été remboursé à l'échéance en décembre 1919 sans nécessiter de nouvelle opération.

Quant aux Treasury Bills encore existants au 31 décembre 1920 et remboursables soit en yen soit en dollars, ils représentaient en monnaie anglaise une somme de 11.121,000 £. Ils furent retirés dès le début de 1921 et dans son budget spech d'avril 1921, M. Chamberlain put annoncer que la dette envers le Japon avait disparu.

§ 3. — Autres emprunts. — Tableau d'ensemble de la dette extérieure anglaise

Il en était de même à cette date de presque toutes les dettes extérieures de la Grande-Bretagne autres que celles envers les Etats-Unis et le Canada. Pendant qu'elle négociait la consolidation des « Demand notes » détenues par le Trésor Américain, l'Angleterre s'est efforcée au contraire malgré la perte au change, de se libérer au plus tôt envers ses autres créanciers.

Le tableau ci-contre permet de suivre dans son ensemble l'évolution de la dette extérieure anglaise depuis l'époque où elle atteignit son maximum (les chiffres sont exprimés en milliers de livres ou de monnaies étrangères).

Pays créanciers	31 mars 1919	31 mars 1920	31 mars 1921	En monnaies étrangères au 31 mars 1921	
Etats-Unis : 1° demand notes. . .	840.822	865.652	862.360	\$	4.196.818
— 2° autre dette.	196.511	181.122	110.344	\$	536.596
Canada, dette totale.	135.488	73.419	53.339	\$	257.326
Japon —	19.030	7.170	—		—
Argentine.	19.200	19.200	—		—
Uruguay.	4.600	5.954	—		—
Hollande: 1° Exch. bonds 50/0 1920	1.152	743	—		—
2° Florin Treasury bills					
à 1 an.	58	—	—		—
3° Prêts du gouverne-					
ment.	2.140	—	—		—
Suisse.	3.349	—	—		—
Norwège.	12.487	—	—		—
Suède.	4.758	826	826	Cour.	12.500
Espagne.	2.500	2.500	—		—
Iles Fiji.	440	434	—		—
Etablissements des détroits. . .	8.280	7.656	1.656	£	7.656
Ile Maurice.	535	538	538	Roup.	8.071
Prêts des gouvernements alliés.	113.500	113.500	126.500		
Totaux.	1.364.830	1.278.714	1.161.563		
Diminution en 1919-20. . . .		£	86.136.000		
— 1920-21. . . .		£	117.151.000		
Total de la réduction. . .			203.287.000		

On retrouve parmi toutes ces dettes les différents types d'emprunts déjà rencontrés en ce qui concerne les Etats-Unis et le Canada, mais principalement les avances gouvernementales et les émissions de titres libellés en monnaies étrangères.

Parmi les premières il faut citer surtout le crédit accordé par le gouvernement argentin en janvier 1918 pour faciliter les achats de blé de la Grande-Bretagne. Portant intérêt à 5 0/0 il était remboursable le 14 janvier 1921.

Le crédit ouvert le même mois par la Banque de l'Uruguay autorisée à cet effet par le Congrès avait le même but et présentait des traits analogues.

Les envois d'or tant des Etats-Unis que d'Angleterre, ayant été arrêtés par l'embargo décrété dans ces deux pays, on voit que la concurrence n'en continua pas moins entre les Etats de l'Amérique du sud pour obtenir la clientèle des alliés.

La plupart des autres avances gouvernementales tendaient au même but. Les principales émissions sur les marchés étrangers autres que les Etats-Unis, le Canada et le Japon, furent effectuées en Hollande, en Suède et dans la colonie des Détroits.

Au 31 mars 1921 elles étaient toutes remboursées sauf une petite fraction de l'emprunt suédois (bons 6 0/0 émis en Suède en 1918 et remboursables le 30 juin 1921).

Les sommes dues aux gouvernements alliés proviennent des prêts que ceux-ci eurent l'occasion de faire pendant les hostilités pour les besoins militaires ou même commerciaux de l'Angleterre. En ce qui concerne la France elles comprennent notamment la valeur des transports militaires effectués pour l'armée anglaise par les chemins de fer français.

Toutes ces dettes viendront en déduction des créances beaucoup plus importantes que de son côté la Grande-Bretagne possède à l'encontre de l'Europe.

En face de son passif extérieur la Grande-Bretagne peut inscrire en effet un actif considérable qui révèle qu'elle a été l'étendue de son action financière pendant la durée de la guerre :

Prêts aux Alliés et Dominions au 31 mars 1921
(milliers de livres)

Dette des Dominions		Dette des alliés	
Australie.	90.000	Russie.	561.400
Nouvelle-Zélande. . .	29.600	France.	557.000
Canada.	13.800	Italie.	476.800
Afrique du sud. . .	7.500	Belgique : 1 ^o guerre. .	94.400
Autres.	3.100	— 2 ^o recons-	
	<u>144.000</u>	truction.	9.000
		Serbie.	22.100
		Portugal, Roumanie,	
		Grèce.	66.200
		Secours.	<u>17.700</u>
		Dette des alliés.	1.803.600
		Dette des Dominions.	<u>144.000</u>
		Total des créances extérieures.	<u>1.947.600</u>

Bien que ces créances soient actuellement de valeur très inégale et qu'un déficit important soit à prévoir dans leur remboursement, on constate que le bilan financier de la guerre en ce qui concerne les opérations extérieures est loin d'être défavorable à la Grande-Bretagne.

TROISIÈME PARTIE

LES CONSÉQUENCES DE LA POLITIQUE D'EMPRUNT DE L'ANGLETERRE. — LA SITUATION ACTUELLE

L'objet de cette étude a été jusqu'ici de retracer l'histoire des emprunts de guerre de la Grande-Bretagne. Il s'agit maintenant de dégager s'il se peut des faits exposés les principaux enseignements qu'ils recèlent.

La politique financière anglaise peut être donnée en exemple à plus d'un point de vue ; il faut reconnaître cependant que certaines critiques peuvent lui être faites. On s'efforcera, notamment par la comparaison avec les mesures adoptées sur le continent, de jeter un peu de lumière sur les principales questions qui peuvent être soulevées à ce propos.

Mais il ne suffit pas d'apprécier le passé à sa juste valeur ; ce qui est fait ne peut être défait et les réalités présentes posent des problèmes d'une exceptionnelle gravité.

Trois ordres de questions se présentent donc qui seront l'objet de trois chapitres successifs : en premier lieu l'examen dans ses grandes lignes de la politique suivie dans le passé, en second lieu l'exposé rapide de la situation actuelle, enfin et pour terminer l'étude des efforts que le gouvernement anglais a accomplis et se propose de poursuivre à l'avenir en vue de l'amortissement.

CHAPITRE PREMIER

LES GRANDES LIGNES DE LA POLITIQUE ANGLAISE EN MATIÈRE D'EMPRUNTS DE GUERRE

§ 1^{er}. — Aspect général de l'histoire des émissions anglaises

Lorsque l'on jette sur l'histoire des emprunts de guerre anglais un coup d'œil d'ensemble, on est frappé tout d'abord par son apparence un peu chaotique. La variété des émissions a été très grande. En outre à plusieurs reprises on assiste à des changements d'orientation très nets dans la politique suivie. Cet aspect touffu apparaît plus encore si l'on fait le rapprochement entre l'histoire des emprunts anglais d'une part et l'histoire correspondante des emprunts allemands.

Par les conditions financières dans lesquelles elle a été placée la France a occupé une situation intermédiaire entre l'Angleterre et l'Allemagne. Il semble donc préférable de prendre ici cette dernière comme terme de comparaison.

L'histoire des emprunts allemands est, dans ses grandes lignes d'une simplicité remarquable : pendant toute la durée des hostilités les grands emprunts allemands se sont succédé régulièrement de six mois en six mois suivant une méthode constante ; le complément de ressources nécessaires était obtenu dans l'intervalle par des émissions à court terme qui ensuite allaient se consolider dans l'emprunt suivant.

Le succès impressionnant d'un mécanisme aussi régulier a été dû à plusieurs raisons qui ont été analysées par M. le professeur Rist (1). L'Allemagne constitua pendant la guerre un

1. *Finances de guerre de l'Allemagne*, p. 64 et suivantes.

marché à peu près fermé ; par la force même des choses économiquement et financièrement ses relations avec l'extérieur furent minimales. Sur ce marché fermé se produisit, du fait de l'ouverture des hostilités, un afflux de capitaux considérable ; provenant comme chez les autres belligérants de la restriction des dépenses et du ralentissement des affaires, ces disponibilités avaient en outre une autre source particulière à l'Allemagne, à savoir la cessation brusque de la plus grande partie du commerce extérieur où des sommes considérables étaient engagées. Cette masse de capitaux s'offrit naturellement aux emprunts de l'Etat ; celui-ci en les reversant dans le public sous forme de paiements de commandes ou de salaires, permettait à une épargne nouvelle de se former et de préparer ainsi la souscription d'un nouvel emprunt. L'Etat imprima ainsi aux capitaux allemands un mouvement de rotation qui put être parfaitement régulier parce qu'il était purement interne. Encore fallait-il que par ailleurs le pays pût se suffire économiquement à lui-même. Grâce à son prodigieux développement économique complété il faut le dire, par sa préparation, l'Allemagne en était capable.

La situation de l'Angleterre était radicalement différente. Tandis que les ressources et l'essor industriel de l'Allemagne avaient réussi à en faire une « nation normale » pouvant vivre par elle-même suivant la doctrine de List, l'évolution économique de l'Angleterre l'avait rendue tributaire de l'étranger pour un grand nombre de produits et pour son alimentation même. L'Angleterre ne pouvait se passer économiquement ni par suite financièrement de l'étranger.

Bien plus n'ayant pas été isolée par la guerre comme le fut l'Allemagne elle ne devait pas s'en passer : les produits et les capitaux étrangers sont des ressources précieuses qu'il serait une faute de négliger en temps de guerre. A la différence de l'Allemagne, l'Angleterre a contracté une dette extérieure qui n'a pas été sans influencer sur la situation financière interne.

Enfin il s'y ajoute un autre fait : le marché anglais était avant la guerre le premier centre commercial et financier du monde ; Londres était la place sur laquelle se réglait la

majeure partie du commerce international. Cette situation prééminente était la source d'une force financière de premier ordre dont il convenait d'user mais non d'abuser. Autant qu'il se pouvait il fallait s'efforcer de conserver ce privilège pour la période qui suivrait la guerre, et pour cela il fallait vis-à-vis du marché user de précautions qui pouvaient paraître superflues en Allemagne.

Il n'y a donc pas lieu de s'étonner que le mouvement de rotation des emprunts de guerre n'ait pas présenté la même régularité en Angleterre qu'en Allemagne. Au mouvement interne de capitaux et le contrariant, s'ajoutaient les mouvements extérieurs résultant des achats et des emprunts de l'Etat à l'étranger. En outre il fallait faire en sorte que les émissions intérieures ne produisent pas de répercussion fâcheuse sur un marché qui n'avait pas cessé d'être en relations d'affaires avec le reste du monde. La tâche de la Trésorerie était infiniment plus délicate en Angleterre qu'en Allemagne. Aussi la politique d'emprunt de l'Echiquier apparaît-elle comme beaucoup plus souple et plus « business like » que la politique allemande.

Il est vrai que le Trésor anglais a exercé sur le marché des capitaux une action très forte ; mais cette action était beaucoup moins libre et arbitraire qu'en Allemagne. De là proviennent ces tâtonnements successifs qui ont eu pour but de trouver la forme d'emprunt la mieux adoptée à l'état et aux besoins du marché.

§ 2. — Emprunts et inflation

Les Anglais ont donné à plusieurs reprises une autre raison des difficultés qu'ils rencontrèrent parfois pour se procurer des fonds. L'Angleterre, ont-ils dit, a résisté au désir de faciliter la rotation de ses emprunts intérieurs en usant de l'inflation monétaire.

Par contre dès 1917 ils ont accusé l'Allemagne d'avoir mis à la base de ses opérations d'emprunt une très forte émission de papier. C'est en effet en 1917 que devant la diminution du

rendement de ses emprunts, l'Allemagne se mit à user de cette ressource sur une grande échelle.

Le reproche des Anglais dénotait toutefois un certain aveuglement. Dès l'emprunt 3 1/2 0/0 de 1914 ils avaient recouru eux-mêmes à un procédé équivalent. L'illusion était due à ce fait que l'Angleterre ne pratiquait pas comme les Etats du continent l'émission de papier monnaie : l'inflation y affecta une autre apparence.

Malgré la différence d'instrument monétaire le mécanisme financier était en effet le même : de part et d'autre il s'analyse en un mouvement de rotation. Au lieu d'une rotation de papier monnaie l'Angleterre connut si l'on peut dire une rotation de comptes en banque ; le phénomène était identique et il s'appliquait à des objets au fond identiques. Billets de banque et comptes courants sont susceptibles de jouer également le double rôle de monnaie et d'instrument de crédit. En période de cours forcé comme en période normale leur signification économique est la même.

Ce n'est donc pas la différence de régime monétaire qui pouvait préserver la Grande-Bretagne de l'inflation. Celle-ci a une cause plus profonde, à savoir l'endettement de l'Etat au-delà de certaines limites. Quand le montant à emprunter a dépassé ces limites, les Anglais, comme les Allemands ont dû introduire dans la rotation des sommes fictives qui n'avaient d'autre base que le crédit.

L'inflation a eu en Angleterre plusieurs origines. En France la Banque d'émission en a été la source à peu près unique ; chez nos alliés au contraire la Banque d'Angleterre y a eu une part moindre ; ses avances ont été très inférieures en chiffres et surtout en durée à celles de la Banque de France. Mais les grandes banques de dépôt anglaises ne sont pas restées inactives comme les nôtres ; elles ont souscrit directement aux deux premiers emprunts ainsi qu'au « Funding Loan » de 1919 ; de plus elles ont consenti de larges avances aux souscripteurs privés. Par elles l'inflation s'est glissée dans le mécanisme même des grands emprunts.

Ces phénomènes sont aujourd'hui unanimement reconnus ; ils ont même reçu en Angleterre une consécration officielle

dans le rapport publié par le comité présidé par lord Cunliffe. Le passage suivant résume l'influence qu'ont exercée les emprunts de l'Etat sur les moyens de paiement des particuliers : « La nécessité où était le gouvernement de se procurer des fonds au delà de ce que procuraient la taxation et les emprunts émis dans le public, a rendu indispensable la création des crédits... Les comptes courants créés par ces opérations passant aux banques par l'effet des paiements aux créanciers de l'Etat ont été l'origine d'un accroissement considérable de leurs dépôts. Par ailleurs ceux-ci ont été également augmentés par les créations de crédit qui ont eu lieu à l'occasion des différents emprunts de guerre » (V. *Economist.*, 6 août 1921).

Les Anglais ont résisté il est vrai, à ce mouvement. Les souscriptions des banques ont été dès 1917 mises à l'index. On signala aussi le danger des prêts consentis aux souscripteurs. On se rendit compte que l'effet de ces souscriptions créées de toutes pièces et ne correspondant pas à un pouvoir d'achat antérieur était très différent de l'effet des versements réellement prélevés sur les revenus des particuliers. L'expérience de deux ans de guerre avait montré qu'il n'importe pas seulement de réunir un certain nombre de millions de livres sterling. Il faut en outre que ces sommes représentent autant que possible une restriction des consommations privées. Sous chaque virement de compte opéré à la banque pour souscrire à l'emprunt, il doit y avoir, des particuliers à l'Etat, un autre virement à ce que l'on pourrait appeler le compte d'emploi des forces productives nationales ; cette espèce de virement matériel dont l'autre n'est alors que le signe, résulte de l'abstention du consommateur privé s'effaçant devant le grand consommateur du temps de guerre, l'Etat. Sur un marché comme le marché anglais de 1917 dont la production est ralentie et qui est relié à l'extérieur par des communications imparfaites, ce virement en matières a une importance capitale. C'est avec de l'acier, de la houille, du blé, avec les produits du travail humain que l'on fait la guerre ; l'argent n'est que le moyen. Aussi doit-il être employé de façon à réaliser le transfert de la production du service

des particuliers au service de l'Etat. Les souscriptions prises sur les revenus, diminuant les consommations privées, atteignent seules ce but, tandis que les souscriptions qui ajoutent au pouvoir d'achat disponible sur le marché n'y parviennent que dans une faible mesure : dans la mesure où elles déprécient l'unité monétaire et avec elle les revenus privés.

Le souci de la défense nationale autant que celui de la situation monétaire commandait donc d'éviter autant que possible l'inflation. Dans ce but on s'efforça de développer l'épargne nationale et de s'adresser directement à elle. Ce fut l'objet de la campagne des économies et des appels aux petits souscripteurs. Enfin l'abandon en 1917 des grands emprunts périodiques pour le système de l'emprunt continu qui répartit dans le temps l'effort de souscription, y concourut indirectement.

Malgré cette louable résistance les Anglais n'ont pas échappé à l'inflation. Les avances créées à l'occasion des grands emprunts ont augmenté peu à peu le volume des dépôts. De leur côté, au fur et à mesure qu'elles étaient employées par l'Etat, les avances de la Banque d'Angleterre ont été grossir les sommes inscrites au compte des différentes banques. Sur ces balances artificiellement accrues elles ont été portées à consentir elles-mêmes de nouveaux crédits : à l'inflation d'Etat s'est ainsi superposée une inflation privée.

Enfin les emprunts successifs ont jeté dans la circulation un nombre de titres très supérieur à la moyenne habituelle des émissions publiques et privées. Ces titres représentent la contrepartie des sommes versées, fictivement ou non, et leur ont fait subir ainsi une sorte de dédoublement. Tandis qu'elles continuaient à figurer parmi les dépôts en banque ou qu'elles allaient les grossir ils ont joué de leur côté, dans une mesure variable, un rôle monétaire. En outre par le moyen des avances sur titres ils ont constitué pour les particuliers une nouvelle base de crédit.

Même sans les avances de banques les emprunts auraient donc entraîné une certaine inflation. On peut donc dire que les termes : endettement d'Etat et inflation sont synonymes.

§ 3. — Méthodes d'emprunt. Emprunts amortissables

Les emprunts britanniques ont affecté des formes multiples, on a vu pour quelles raisons Toutes sortes d'essais ont été tentés. A côté des grandes émissions comme celle de M. Bonar Law en janvier 1917, l'emprunt continu a été systématiquement employé pendant une longue période. La création et le maintien définitif des « War saving certificates » a permis à la petite épargne, jusque-là écartée des emprunts d'Etat d'y accéder et par là d'aider à la lutte contre l'inflation. Un élargissement du marché des rentes en est résulté. Ainsi le mécanisme des emprunts anglais sort de la guerre à la fois amplifié et assoupli. Cependant malgré la diversité des méthodes employées on peut relever dans les émissions successives un trait général ; toutes en effet, du moins jusqu'aux plus récentes, sont du type amortissable. Depuis le premier emprunt 3 1/2 0/0 de M. Lloyd George, jusqu'au 3 1/2 de 1921 (Conversion loan), l'Echiquier est resté fidèle à cette politique.

Les raisons données furent de plusieurs ordres ; on voulait éviter une trop grande dépréciation des titres émis et réaliser du même coup une économie d'intérêts ; le perpétuel est en effet plus coûteux à ce point de vue. On voulait de plus s'obliger par avance à effectuer aussitôt après la guerre un amortissement rapide.

Cette politique a comporté sur le moment certains avantages. Un Etat qui emprunte en perpétuel accorde facilement des primes importantes en capital : par suite sa dette a tendance à s'accroître plus rapidement. Au contraire le choix du type amortissable incite à de saines préoccupations en ce qui concerne le taux d'émission ; le lien qui unit d'ordinaire les deux choix apparaît nettement lorsque l'on compare les emprunts anglais à nos rentes perpétuelles françaises.

Les emprunts anglais émis pendant les hostilités étaient tous remboursables avant 1947 au plus tard : leur taux d'émission le plus bas était 9 5/8 0/0. Au contraire les rentes perpétuelles françaises de la même période ont été offertes à

des prix beaucoup plus bas. Sur ce point l'avantage est à la politique anglaise. Mais l'emprunt amortissable a un grave danger : il force souvent pour rembourser à emprunter de nouveau ; lorsque la situation financière s'est aggravée dans l'intervalle il peut en résulter une augmentation du poids de la dette. Ce danger s'est vérifié une fois de plus. La croyance que la guerre durerait peu de temps et surtout les besoins pressants du moment ont déterminé l'Echiquier à émettre tant à l'intérieur qu'à l'étranger des titres d'une durée assez courte. Au lendemain même de l'armistice ces échéances sont venues peser sur une situation financière encore très embarrassée.

Emprunts de guerre anglais				Emprunts de guerre français		
Dates d'émis.	Emprunts	Echéances	Taux d'émis.	Dates d'émis.	Emprunts	Taux d'émission
1914	3 1/2 0/0	1923-28	95 0/0	1913	5 0/0	87,25
1915	4 1/2 —	1923-43	pair	1916	5 —	88,75
1916 Exch. bonds	5 —	1919-21	pair	1917	4 —	68,60
1917 Emprunt de la Victoire	{ 5 — 4 —	{ 1929-47 1929-42	{ 95 0/0 pair	1918	4 —	70,80
				1920	5 0/0 amortissable (60 ans)	66,66 (1)
1917 Nat. War bonds	5 —	1922-27	supérieur à 95 0/0	1920	6 0/0	pair
1918	— 4 —	1927	pair			
1919 Emprunt	4 —	1960-90	80 0/0			
— Victory bonds	4 —	1975	85 —			
1920 Exch. bonds	5 3/4 —	1925	pair			
1921 Emprunt	3 1/2 —	rembours. à partir de 1961	62,5 0/0			

Pour pouvoir y faire face il a fallu emprunter ou convertir à des conditions que la hausse de l'intérêt a rendues très onéreuses. C'est à ce sujet que la conduite de l'Echiquier paraît aujourd'hui le plus criticable.

En matière d'emprunts comme en matière d'impôts il y a un moment psychologique à saisir ; la guerre est une époque de sacrifices ; en relevant dans de très fortes proportions leurs charges d'impôt les Anglais ont prouvé qu'ils le comprenaient. Mais si l'occasion du temps de guerre a été très courageuse-

1. Emis à 100 fr. remboursable à 150 fr.

ment et très habilement saisie en matière fiscale, on peut dire qu'il n'en a pas été de même pour les emprunts. Si l'Angleterre avait émis pendant les hostilités des emprunts à plus long terme ou en perpétuel, elle n'aurait pas eu à consolider au moment même où la reprise de l'activité économique a rendu les capitaux plus rares.

Cette situation a eu d'ailleurs une conséquence assez curieuse : les difficultés de renouvellement qui ont été rencontrées lors des diverses échéances d'Exchequer Bonds et de Nat. War Bonds ont acheminé peu à peu l'Echiquier vers des formes voisines de l'emprunt perpétuel.

Déjà le 4 0/0 de consolidation en 1919 reportait de 1947 à 1990 la limite de remboursement de la dette de guerre ; le taux d'émission s'en est ressenti. L'emprunt 3 1/2 de 1921 a été plus loin ; bien que le mot n'ait pas été officiellement prononcé il constitue pratiquement un emprunt perpétuel. Tandis que notre 6 0/0 français, remboursable à partir de 1931 a été émis au pair, le 3 1/2 anglais est à l'abri de toute conversion jusqu'en 1961 ; son taux d'intérêt laisse deviner son taux d'émission.

CHAPITRE II

LA SITUATION ACTUELLE

§ 1. — Les chiffres atteints. Leur signification

Après avoir examiné dans ses grandes lignes l'évolution de la dette anglaise pendant la guerre il convient de tracer un tableau rapide de la situation actuelle qui en est l'aboutissant.

Le total des engagements intérieurs et extérieurs de l'Etat anglais s'élève à la fin de décembre 1921 à près de 7 milliards 800 millions de livres, en diminution notable depuis deux ans. La diminution, a même été plus forte au mois de mars 1921. Mais ce ne sont là que des oscillations peu importantes auprès des additions formidables que la guerre a apportées à l'ancienne dette. On a calculé en juin 1920 que le total des dépenses anglaises pendant les six années précédentes, soit 44 milliards de livres environ, a dépassé le total des dépenses effectuées depuis la révolution de 1688 jusqu'au mois d'août 1914. C'est également dans ces cinq à six années que la période de croissance de la dette a tenu toute entière. De 706 millions au 31 mars 1914 la guerre a porté la dette anglaise à 8 milliards au 31 décembre 1919 : elle l'a multipliée plus de onze fois.

Dans le même temps les charges de la dette, étaient accrues quatorze fois.

Pour donner à cet accroissement énorme sa signification exacte il convient de le rapporter aux variations qu'ont subies dans le même temps le revenu national et la fortune du Royaume-Uni, constitués respectivement par la somme des fortunes et des revenus privés.

Bien que ces deux éléments n'aient pas dû subir chez nos alliés de changements réels bien considérables, l'inflation a déterminé naturellement une augmentation assez forte de leur expression monétaire.

Les statistiques de l'Income tax permettent de mesurer assez exactement l'importance du total des revenus anglais. Malgré un peu plus d'imprécision les statisticiens s'accordent également sur la valeur en capital de la fortune anglaise.

Le tableau suivant met en regard, avant et après la guerre, l'état de la richesse nationale ainsi déterminé et les différentes charges budgétaires.

Les valeurs attribuées à la fortune et au revenu anglais sont celles données par M. Jèze dans *la Revue de Science et de législation financière* de 1919 (p. 212).

Les autres chiffres sont empruntés aux documents anglais et notamment aux comptes des années 1919-1920 et 1920-1921 (*V. Bulletin de Statistique et de législation comparée* ; décembre 1920 et avril 1921) (millions de livres) :

Années	Fortune nationale	Revenu national	Recettes budgétaires totales	Charges d'impôts	Dette en capital (en fin d'an.)	Charges de la dette
1913-14	16.400	2.440	198	198	706	24,5
1919-20	24.000	3.600	1.339	998	7.876	332
1920-21	24.000	3.600	1.425	1.031	7.623	349,5

Ces données permettent d'établir, en fonction du revenu national aux diverses époques considérées les pourcentages suivants :

Années	Charges d'impôts	Recettes budgétaires	Charges de la dette
1913-14	8,2 0/0	8,2 0/0	1 0/0
1919-20	27,7 —	37,1 —	9,2 —
1920-21	28,6 —	39,5 —	9,7 —

Ainsi le service de la dette qui absorbait avant 1914 le 1/8 des charges fiscales en représente aujourd'hui à lui seul le 1/3 ; les impôts à leur tour opèrent sur l'ensemble des revenus privés un prélèvement qui approche du 1/3.

L'énormité de cette charge a provoqué chez nos alliés de légitimes inquiétudes.

Avant d'examiner les remèdes qui ont été proposés, il serait assez conforme à l'esprit traditionnaliste de l'Angleterre de rapprocher de la situation actuelle, la situation analogue qui, il y a un siècle était née des longues guerres avec la France.

Nous empruntons à *l'Histoire financière et économique de l'Angleterre* de M. Etienne Martin les termes de cette comparaison (t. II, p. 57, p. 333 et suivantes).

On estime que de 1815 à 1835 le revenu anglais annuel est resté compris entre 400 et 450 millions de livres ; la baisse des prix consécutive à la reprise des paiements en or a dû sans doute compenser à peu près l'effet de la prospérité économique qui caractérisa cette période. Voici quelle était en regard l'importance relative du budget de l'Etat et des charges de sa dette (en millions de livres).

	Revenu anglais	Budget de l'Etat millions	pourcentage	Charges de la dette millions	pourcentage
1815	400 à 450	70,5	16,6 0/0	35	8,3 0/0
1831	400 à 450	50,5	11 —	29	6,6 —

La comparaison des chiffres n'est pas on le voit à l'avantage de notre époque, le poids de la dette est assurément plus lourd aujourd'hui qu'il n'était en 1815 ; il s'aggrave encore par ce fait que les services d'Etat sont beaucoup plus développés relativement qu'il y a un siècle.

Ces résultats sont d'autant plus remarquables que les luttes de la Révolution et de l'Empire se sont succédées presque sans interruption pendant vingt-trois ans (1792 à 1815). Ils s'expliquent par la violence beaucoup plus grande de la dernière guerre et aussi par la part beaucoup plus active que la Grande-Bretagne y a prise : elle ne s'est pas bornée cette fois à un effort principalement financier, elle a participé dans une mesure importante aux opérations militaires.

La vie économique du pays a été par suite beaucoup plus troublée que pendant les guerres napoléoniennes. La population elle-même a été atteinte par les pertes subies sur les champs de bataille ; il y a un siècle au contraire elle n'avait cessé de croître. Non seulement la charge est plus lourde mais

elle repose sur un organisme économique relativement plus ébranlé. Bref, la situation actuelle apparaît incontestablement plus grave.

§ 2. — Remèdes proposés

La prudence britannique s'en est alarmée. Par une contradiction assez habituelle en Angleterre ces inquiétudes se sont traduites par des propositions très hardies tendant à réaliser de gros remboursements de dette.

Le Statist qui donne fréquemment asile aux idées financières avancées proposa divers expédients ; il demanda ainsi qu'un versement de 2 milliards de livres soit imposé aux Banques en compensation du soutien qui leur a été accordé au début de la guerre par M. Lloyd George. Cette solution qui n'a guère été discutée aurait entraîné un surcroît d'inflation. *Le Statist* a été par ailleurs jusqu'à réclamer la confiscation des biens de l'Eglise anglaise (n° du 21 juin 1919).

Plus sérieuses sont les diverses propositions de prélèvements sur le capital qui ont été faites depuis trois ans. Déjà pendant la guerre il s'était trouvé des partisans de la taxation à outrance pour demander que la plus grande part des dépenses soit fournie par l'impôt, au besoin par un impôt sur le capital. Il n'est guère possible ni heureux de se livrer en temps de guerre à de pareilles improvisations. Après l'armistice au contraire l'idée devenait soutenable ; dans la période troublée qui suit une guerre, une liquidation de ce genre passe relativement inaperçue. En fait elle a réuni en Angleterre de nombreux suffrages.

Les partisans du prélèvement sur le capital ont insisté naturellement sur les inconvénients qui résultent d'une dette publique importante. La signification en est différente selon que l'on considère la dette intérieure ou la dette extérieure. Par les sorties périodiques d'intérêts qu'elle entraîne celle-ci appauvrit réellement la nation dans son ensemble mais en ce qui concerne l'Angleterre on peut en faire abstraction ; aux 1.400 millions de livres qu'elle doit à l'étranger elle peut

opposer 1.700 millions de créances extérieures. Même en faisant la part du déficit qui se produira dans les rentrées on peut espérer qu'elles couvriront à peu près les sorties.

Le problème important est celui de la dette intérieure et c'est lui que le prélèvement sur le capital a pour but de résoudre. Sans doute la dette intérieure n'influe pas sur le revenu de la nation au même titre que la dette extérieure ; les intérêts prélevés sur le pays par l'impôt sont reversés entièrement dans le pays. Il semble donc à première vue que la dette interne n'ait pas d'influence sur le volume total du revenu national, mais seulement sur sa répartition. En réalité, il faut admettre que lorsqu'elle atteint un certain chiffre, la déviation qu'elle détermine dans la distribution des revenus en amoindrit l'efficacité économique ; elle arrive par là à entraver leur développement. Une forte taxation constitue une gêne à la production ; les impôts indirects font obstacle aux diverses sortes de transactions qu'ils frappent ; ils détournent par suite les ressources de la voie où elles auraient produit le meilleur effet. Si le recours à l'impôt direct évite ces inconvénients par contre, il décourage l'épargne et peut même pousser à l'exode des capitaux.

Au point de vue particulier du développement de l'épargne il est d'ailleurs difficile de dire par quoi il serait le plus contrarié : par le maintien de l'income tax actuel de 6 s. à la livre qui, combiné avec la supertax atteint pour certains revenus un taux de 50 0/0, ou par le précédent inquiétant que constituerait une taxation extraordinaire du capital.

Quoi qu'il en soit de cette question théorique, de nombreux plans de prélèvement extraordinaire ont été présentés. Comme le but de ces propositions est de libérer l'essor économique du pays, elles insistent généralement sur la nécessité de rendre l'imposition absolument indépendante du travail et de l'épargne future ; si l'on adopte un système de paiements échelonnés elle devrait du moins être assise exclusivement sur les faits actuellement existants.

Les différentes bases qui ont été proposées peuvent se ramener à trois : 1° le capital ; 2° le revenu ; 3° les augmentations de capital depuis le début de la guerre. Dans un plan

logique de prélèvement d'ensemble sur la fortune d'un pays les deux premières bases devraient être combinées. Mais les difficultés pratiques d'évaluation et de paiement seraient immenses. Les injustices, inévitables dans les impôts annuels, seraient amplifiées démesurément. Enfin des troubles économiques en résulteraient certainement à moins d'un échelonnement à très long terme qui ferait du prélèvement sur le capital un impôt sur le revenu ou du moins payé par le revenu.

Les projets de ce genre ont rencontré dans les classes possédantes anglaises et particulièrement dans les milieux financiers une très vive résistance. Leur émoi a gagné par contre-coup le gouvernement lui-même.

Dès le « Budget Speech » d'avril 1919 M. Chamberlain déclare qu'à son sens un prélèvement sur les fortunes est impraticable.

Un an après le 19 avril 1920 il réitère cette déclaration mais il réserve explicitement la question d'une imposition extraordinaire sur les enrichissements de guerre (War wealth levy).

Cette question était depuis un certain temps à l'étude. Depuis février un Comité spécial présidé par Sir William Pearce s'occupait de la discussion d'un projet élaboré par l'Administration ; ce projet fut enfin déposé aux Communes le 13 mai 1920. Il s'agissait d'un prélèvement unique à taux progressif qui procurerait environ 500 millions de livres. C'était peu de chose en face du total de la dette : les enrichissements de guerre constituent une base de taxation trop étroite pour pouvoir procurer les sommes nécessaires à un remboursement important.

Ce modeste projet qui était donné surtout comme un moyen de supprimer plus tôt l'impôt sur les bénéfices extraordinaires, fut lui-même abandonné. Le 7 juin, M. Chamberlain déclara y renoncer. Il invoquait différents arguments : la tension du crédit, les perturbations qui pourraient en résulter, enfin les résistances très vives qui s'étaient manifestées et qui auraient pu faire échouer l'opération.

Ainsi les différentes formes qu'aurait pu affecter un prélèvement sur la fortune du pays ont été successivement

écartées. Mais le gouvernement anglais n'en est pas moins resté convaincu de la nécessité de procéder au plus tôt à des remboursements de dettes importants. Il restait pour cela le procédé habituel de l'amortissement sur ressources budgétaires.

Celui-ci a fonctionné en Angleterre d'une façon effective et à peu près continue pendant tout le siècle qui a séparé les guerres napoléoniennes de la guerre récente ; il est entré très profondément dans les mœurs politiques, non seulement des dirigeants mais de l'ensemble même de la nation.

A la force de cette tradition séculaire s'ajoutent à l'heure actuelle des raisons spéciales qui militent en faveur d'un amortissement aussi rapide que possible. S'il est de bonne politique de consolider la dette extérieure afin de pouvoir attendre le rétablissement du taux de change normal qui en facilitera le règlement, il importe au contraire de retrancher le plus possible à la dette intérieure pendant que l'unité monétaire est dépréciée. Au fur et à mesure de la hausse de la livre qui se produira sans doute comme après 1815, le poids de la dette intérieure se fera en effet de plus en plus lourd et son remboursement de plus en plus coûteux. L'intérêt bien entendu du Trésor exige donc qu'un effort immédiat soit fait pour la réduire dans une proportion importante.

Cet argument a été donné à l'appui de leur thèse par les partisans du prélèvement sur le capital. A défaut de ce remède héroïque le gouvernement anglais a eu le courage d'adopter au lendemain de la guerre une politique d'amortissement très ferme.

C'est l'exposé de cette politique de ses résultats acquis et des perspectives qui s'ouvrent à elle dans l'avenir qui va terminer cette étude.

CHAPITRE III

L'AMORTISSEMENT

§ 1. — Le plan d'amortissement de M. Chamberlain

Dès 1919 M. Chamberlain se préoccupa de la réduction de la dette. Les circonstances n'y étaient pas favorables : le budget de 1919-1920 année de transition entre la période de guerre et la période de paix annonçait un déficit de 250 millions de livres. Les difficultés financières furent telles qu'il dépassa ces prévisions : le 23 octobre 1919 à la rentrée parlementaire M. Chamberlain croyait devoir l'évaluer à 473 millions.

Cependant il ne désespérait pas : quelques jours après s'être livré à ces évaluations pessimistes il donnait à la Chambre des Communes sur les travaux de préparation du prochain budget les éclaircissements suivants : « Dans nos évaluations « on a prévu 4/2 0/0 pour les fonds d'amortissement de la « dette publique, somme qui si elle est maintenue sera suffisante pour amortir la dette dans un peu plus de cinquante ans « La Chambre peut vouloir prendre des mesures en vue d'une « réduction plus rapide, mais c'est seulement si la Chambre « impose de nouvelles charges à l'Echiquier ou si elle désire « une réduction plus rapide de la dette que je vois la nécessité de nouveaux impôts soit pour l'année prochaine (1920-1921), soit pour une année normale. »

« En dehors de cela je compte que l'année prochaine, après « avoir pourvu aux dépenses anormales de guerre qui ne « seront pas couvertes par les créances à réaliser, il restera à « la fin de l'année une somme importante qui servira à

« réduire la dette. » (Discours du 29 oct. 1919 *Revue de Science et de législation financière*, 1920, p. 93).

Le revirement sur lequel il semblait compter pour l'année 1920-1921 se produisit plus tôt qu'il ne l'avait espéré. Des rentrées d'impôt inespérées marquèrent en effet les trois derniers mois de l'année en cours, si bien que le déficit fut ramené à 326 millions.

La dette sortait de la gestion 1919-20 augmentée de 395 millions de livres.

La différence entre ce chiffre et celui du déficit budgétaire était due à ce fait que l'Emprunt de consolidation et les obligations de la Victoire 40/0 de juin 1919 avaient été émis à 80 et 85 0/0 ; elle restait néanmoins très au-dessous de l'augmentation de capital que ces deux émissions avaient fait subir à la dette.

C'était là la conséquence des amortissements obligatoires effectués en cours d'année.

Malgré son augmentation la composition de la dette révélait certaines améliorations : la dette extérieure et surtout la dette flottante étaient diminuées.

Enfin si l'on cesse de considérer en bloc les résultats de l'année financière le total même de la dette était en décroissance marquée depuis la fin de 1919.

Du 31 décembre 1919 au 31 mars elle avait été ramenée de 8.079 à 7.876 millions de livres (8.033 à 7.829 si on laisse de côté le passif spécial de 47 millions dénommé « other capital liabilities »).

Ces premiers progrès encouragèrent le chancelier de l'Echiquier à tenter un effort sérieux pour l'année qui allait commencer.

Les débats budgétaires s'ouvrirent le 19 avril 1920.

Après avoir exposé les résultats de l'année passée M. Chamberlain plaida très énergiquement la cause de l'amortissement. Les dépenses pour 1920-1921 étaient évaluées à 1.177 millions ; en regard on inscrivait sur la base de taxation existante une recette de 1.341 millions. Il restait donc une marge de 164 millions pour la réduction de la dette.

Cette marge, il faut le remarquer, n'apparaissait qu'à la

condition de comprendre dans les revenus 300 millions de recettes diverses provenant principalement des ventes de matériaux achetés pendant la guerre avec de l'argent emprunté. A ce propos on pouvait soutenir que le budget vivait encore de l'emprunt. M. Chamberlain se tira de la difficulté en affirmant que dans les dépenses 300 millions représentaient une charge transitoire directement ou indirectement due à la guerre, qui n'avait pas par conséquent à être couverte par l'impôt. D'ailleurs, ce chiffre de 300 millions donné pour les dépenses anormales était peut-être exagéré. Cette observation était nécessaire en tous cas pour apprécier à sa juste valeur l'amortissement entrepris (1).

Quoi qu'il en soit l'excédent de 164 millions ainsi déterminé ne fut pas jugé suffisant par M. Chamberlain. En faisant abstraction de ce que ce chiffre pouvait contenir de factice il représentait sur le total de la dette un amortissement de 2 0/0 suffisant pour la rembourser en vingt-six ans. « Mais déclara M. Chamberlain les circonstances ne sont pas ordinaires. » Selon lui un nouvel effort fiscal était indispensable. « Je suis persuadé ajoutait-il, que la Chambre et le pays répondront à mon appel dans le même esprit où ils ont consenti tous les sacrifices pendant la guerre. Aujourd'hui même nous récoltons le fruit de tous ces sacrifices passés. Si notre situation est plus facile, notre crédit plus haut et nos prix plus bas que ceux des autres belligérants, c'est parce que plus heureusement situés qu'eux, nous avons pu payer pendant la guerre une plus grande partie de nos dépenses avec nos recettes, et en conséquence nous nous trouvons aujourd'hui avec un arriéré moindre.

« Nous avons donc des raisons d'être satisfaits de ce qui a

1. La critique de semblables chiffres est assez délicate. On possède cependant un terme de comparaison dans le budget présenté pour 1921-1922 et divisé en budget ordinaire et extraordinaire. Les dépenses totales prévues originairement pour cette année s'élèvent à 1.040 millions de livres, en diminution de 137 millions sur celles de l'année précédente. Or le budget extraordinaire ne porte que 63 millions de dépenses ; même en imputant la totalité de la diminution sur les dépenses extraordinaires il faudrait en conclure que celles-ci s'élevaient en 1920-1921 à 200 et non à 300 millions comme le croyait M. Chamberlain. Les dépenses ordinaires nouvellement apparues ne suffisent pas semble-t-il, à compenser cet écart.

« déjà été accompli et à cet égard la vertu a été récompensée.
 « Pourtant nous ne sommes qu'à l'entrée de la route. L'année
 « dernière nous avons même augmenté notre dette : cette
 « année-ci il nous faut commencer à la réduire et ce début
 « doit être sérieux. »

Pour cela il se proposa non seulement de couvrir les amortissements obligatoires, mais de réaliser au delà de ceux-ci un excédent disponible pour la réduction de la dette flottante.

Les divers amortissements obligatoires représentaient une somme assez élevée. Le « Budget speech » les énumère ; ce sont :

1 ^o Le fonds statutaire de l'Emprunt de consolidation et des obligations de la Victoire émis en 1919, constitué par un prélèvement de 1/2 0/0 sur un capital nominal de 768 millions il absorbait à peu près.....	4 millions
2 ^o Les paiements d'impôts avec des titres :	
α) Paiements de successions en titres de l'Emprunt de Consolidation	40 —
β) Paiements de successions en titres d'autres emprunts	5 —
γ) Paiements de l'impôt sur les bénéfices de guerre.	60 —
3 ^o Le fonds de dépréciation statutaire de l'emprunt de M. Bonar Law (1917).....	32 —
	141 millions

A ce total venait s'ajouter le montant des emprunts venant à échéance en 1920-1921, emprunts extérieurs principalement.

Après avoir pourvu à toutes ces charges obligatoires il ne devait rester qu'une marge de 4 millions.

Le chancelier de l'Echiquier proposa en conséquence d'importantes augmentations d'impôts ; il ne fut pas touché à l'Income tax, déjà à 6 s. à la livre. Mais la limite de la supertax fut abaissée et ses taux augmentés. L'impôt sur les bénéfices de guerre fut porté de 40 à 60 0/0. Des aggravations de taux frappèrent les droits de timbre et les boissons. Enfin de nouvelles taxes furent créées : surtaxe *ad valorem* de 50 0/0 sur les cigares et les mousseux et impôt spécial de 1 s. à la livre sur les bénéfices des Sociétés.

Ces diverses mesures devaient procurer ultérieurement,

à plein rendement, 198 millions ; pour 1920-1921 on en attendait 76 millions $1/2$. M. Chamberlain estimait qu'elles porteraient l'excédent budgétaire à 234 millions. Il annonçait même pour 1921-1922 un excédent de 300 millions de livres et il évaluait à 180 millions celui que l'on pourrait réaliser en année normale, même après la disparition de l'impôt sur les bénéfices de guerre.

§ 2. — Les amortissements effectués en 1920-1921

Ce plan d'amortissement à allure ambitieuse donna lieu à des appréciations diverses. Beaucoup trouvèrent insuffisante la réduction de 70 millions projetée pour la dette flottante. Certains allèrent jusqu'à déclarer que l'ensemble même du programme constituait un véritable leurre. Sans doute il aurait mieux valu convenir que, pour une bonne part, il était réalisé grâce aux ventes de matériel et autres ressources d'ordre extraordinaire. Cette constatation n'aurait diminué en rien le mérite des mesures fiscales qui furent prises ; la situation de l'Angleterre n'en serait pas moins apparue comme très privilégiée : bien rares en effet sont les pays qui ont pu affecter à la réduction de leurs dettes tout ou partie du produit de la liquidation de leurs stocks de guerre.

Mais en même temps on aurait évité de se méprendre sur la stabilité réelle du plan d'amortissement.

Pendant l'année financière 1920-1921 l'épreuve des faits lui fut favorable. Les prévisions primitives furent largement dépassées tant aux recettes qu'aux dépenses ; mais par bonheur les dépassements s'équilibraient à peu près de telle sorte que l'excédent effectivement réalisé atteignit 230 millions $1/2$, à peu près le chiffre prévu.

Le montant total affecté à des remboursements de dette s'élevait à 259 millions $1/2$ de livres. Il comprenait en effet en outre des excédents budgétaires proprement dits, certaines réductions de dette portées en dépenses ou opérées au moyen des reliquats de l'Echiquier (en déduction de sa balance à la Banque).

Voici en regard quelle fut la diminution de dette réalisée au cours de l'année (*Statist* du 30 avril, milliers de £) :

	31 mars 1921	31 mars 1920	Réduction
Dettes intérieure....	6.411.440	6.530.286	138.846
Dettes extérieure....	1.161.560	1.278.714	117.154
	<u>7.573.000</u>	<u>7.829.000</u>	<u>256.000</u>

La différence entre la réduction obtenue et la somme qui y avait été consacrée était due aux frais de change qui avaient pesé sur le règlement de la part anglaise de l'emprunt anglo-français à New-York.

Les chiffres donnés ne comprennent pas les « Other Capital liabilities », en légère augmentation sur 1920. En laissant même de côté cet élément accessoire il faudrait pour se faire une idée exacte de l'ensemble des engagements de l'Echiquier au 31 mars 1921 ajouter aux 7 millions 1/2 de livres un certain nombre de dettes dont l'exigibilité était suspendue ou douteuse ; ce sont :

1° Intérêts au 31 mars sur la dette aux E.-U., au pair.....	65 millions de £
2° Primes à échoir sur les National War bonds s'ils vont jusqu'à échéance.....	44 —
3° Intérêts accrus sur les certificats d'épargne mais non encore payables.....	11 —
Total.....	120 millions de £

Malgré cette réserve la dégression de la dette atteignait des proportions encourageantes. Malheureusement la part de la dette flottante y était minime, inférieure même aux prévisions modestes d'avril 1920 : au lieu de 70 millions, elle n'atteignait pas 37 millions. Les chiffres suivants sont tirés du *Statist* du 2 avril 1921.

	31 mars 1921	31 mars 1920	Différence
Avances de la Banque.....	»	»	»
Avances des Public Departments.....	154.489	204.887	— 50.398
Bons du Trésor en circulation.....	1.120.841	1.107.318	+ 13.523
	<u>1.275.330</u>	<u>1.312.205</u>	<u>— 36.875</u>

La diminution avait été plus forte vers le milieu de mars ; depuis elle avait reculé par suite des ventes de Treasury bills.

Dans l'ensemble il y avait lieu cependant d'être satisfait des résultats de l'année. L'importance des recettes était d'autant plus remarquable que l'on traversait après l'activité intense de 1919-1920 une période de dépression accusée : les ressources du pays étaient plus considérables qu'on ne l'avait cru. Une seule chose était à regretter c'est que par une compression plus rapide des dépenses, on n'ait pas pu tirer meilleur parti encore d'une prospérité qui devait être sans doute passagère. Il était à craindre en effet que la situation économique qui n'avait pas compromis l'équilibre prévu pour 1920-1921 ne pèse bien davantage sur l'année à venir ; celle-ci s'annonçait moins bonne que la précédente.

§ 3. — L'amortissement en 1921-1922

Malgré le remaniement ministériel du 1^{er} avril 1921 ce fut M. Chamberlain qui « ouvrit le budget » de 1921-1922, et non sir Robert Horne. Celui-ci absorbé par ses négociations avec les mineurs obtint de son prédécesseur qu'il voulût bien le remplacer dans les débats budgétaires. Toutefois afin de ne pas donner prise aux critiques qui avaient été faites l'année précédente touchant les ressources extraordinaires, le nouveau chancelier de l'Echiquier décida de présenter ses évaluations en deux budgets s'équilibrant séparément : budgets ordinaire et extraordinaire. Ce mode de présentation, nouveau dans les finances d'outre-Manche, avait l'avantage de mettre nettement à l'index les dépenses qui devaient disparaître en année normale. M. Chamberlain, simple porte-paroles se conforma sur ce point au désir de son collègue.

Il y eut ainsi deux parts dans les excédents de recettes prévus pour l'année nouvelle : 84 millions au budget ordinaire et 92 millions au budget extraordinaire. Le total, 176 millions, était notablement inférieur à l'excédent effectivement réalisé en 1920-1921. Non content d'avoir tenu

compte largement du déficit à prévoir sur le chapitre des impôts, M. Chamberlain jugea prudent de faire dès lors la part des crédits supplémentaires probables.

Sur les 176 millions d'excédents effectivement inscrits, il déclara compter que 80 seulement seraient disponibles pour l'amortissement.

En y ajoutant les divers remboursements inscrits aux dépenses ordinaires soit :

1° Annuités terminables.....	2	millions £
2° Nouveau fonds d'amortissement.....	7,5	—
3° Fonds divers (Victory loan, Funding loan).	14	—
	<u>23,5</u>	millions £

on arrivait à un total de 103 millions 1/2 à affecter à l'amortissement contre 259 1/2 employés l'année précédente.

On était bien loin des 300 millions annoncés un an auparavant. Analysons un peu plus avant le contenu de ces chiffres. Il convient d'abord de noter la réapparition dans les « Estimates » de 1921-1922, du nouveau fonds d'amortissement.

On distinguait avant la guerre l'ancien et le nouveau fonds d'amortissement. Le premier était simplement constitué par les excédents de recettes ; l'Angleterre, pays de bonne gestion financière, connaissait souvent de pareils excédents qui étaient affectés en tout ou en partie à des remboursements de dette.

Cet amortissement à la fois aléatoire et facultatif ne parut pas suffisant : en 1875 fut créé le nouveau fonds (15 avril 1875). Il fut décidé qu'une somme globale notablement supérieure au montant des intérêts serait votée chaque année pour le service de la dette ; les intérêts une fois payés l'excédent devait obligatoirement être affecté à des remboursements de capital. Cette nouvelle forme d'amortissement différait de la première en ce que les sommes qui y étaient employées étaient dès le début de l'année inscrites en dépenses au même titre que le service des intérêts.

Sauf deux interruptions de deux ans en 1886-1887 et pendant la guerre du Transvaal (années financières 1900-1901 et 1901-1902). Ce nouveau système fonctionna sans arrêt de

1875 à 1914. Il fut suspendu naturellement tout le temps que dura la guerre.

L'ancien fonds a revécu dans une certaine mesure avec les amortissements facultatifs réalisés par M. Chamberlain.

Le nouveau fonds est réapparu à son tour d'une façon très modeste, il est vrai : de 5 millions de £ en 1913-1914 il est passé à 7 millions 1/2 seulement en 1921-1922. Dans le même temps la dette a plus que décuplé.

A côté du nouveau fonds, d'autres amortissements obligatoires fonctionnent. Il convient de noter d'abord, pour des sommes relativement faibles, certains procédés traditionnels dans les finances anglaises à savoir : les remboursements effectués au moyen de versements en capital représentant soit des rachats de « Land tax » (impôt foncier), soit des abonnements à l'impôt du timbre, et les conversions de dette en rentes viagères. Celles-ci, de beaucoup les plus importantes, se sont élevées pendant l'année 1918-1919 à environ 1 million de livres.

La masse des amortissements inscrits en dépenses est constituée par les différents fonds spécialement affectés aux grands emprunts et surtout par les paiements d'impôts en titres d'Etat.

En regard des 103 millions 1/2 de livres qui y étaient affectés, les amortissements et échéances obligatoires atteignent des chiffres considérables. L'exposé de M. Chamberlain les évalue ainsi (en millions de livres).

1° Amortissements des grands emprunts intérieurs :	
Fonds de dépréciation de l'emprunt Bonar Law	32
— d'amortissement de l'emprunt de consolidation et des obligations de la victoire de 1919	14
Annuités terminables.	2
Obligations remises en paiement d'impôts	65
	113
2° Exchequer bonds :	
a) Venant à échéance en 1921-1922.	71,9
b) Ayant un droit d'option pour 1921-1922.	32,1
	104
3° Règlements extérieurs obligatoires.	80
Total.	297

A ce total de près de 300 millions s'ajoutait le poids de la dette flottante à renouveler. Les conversions d'Exchequer bonds réalisées au moyen des Treasury bonds 5 1/2 0/0 réussirent à alléger un peu cette charge. L'année s'annonçait néanmoins comme très difficile.

Elle s'est montrée jusqu'à présent plus mauvaise encore qu'on ne l'avait prévu. Le premier trimestre se chiffra déjà par un déficit. A partir de juillet les demandes de crédits supplémentaires se succèdent.

A la fin d'août cependant, dans les débats sur le Bill du fonds consolidé sir R. Horne espère encore que 78 millions d'excédents sur 80 pourront être réservés à la réduction de la dette. Mais la situation s'aggrava. Les résultats du premier semestre accusent l'impression laissée par les trois premiers mois. Le déficit des revenus y atteint près de 42 millions.

Aux difficultés d'ordre budgétaire s'ajoutaient les difficultés d'emprunt. Au point de vue du moins la situation s'améliora pendant le troisième trimestre grâce au relèvement des souscriptions de Treasury Bonds. Mais le déficit lui-même reste considérable ; d'après les résultats des neuf premiers mois de l'année financière, récemment publiés (*Statist*, 7 janvier) il s'élève au 1^{er} janvier 1922 à 63 millions de livres. La période correspondante de l'année précédente avait produit au contraire un excédent de 46 millions. Sur les revenus de 1920-1921 le total de 212 millions perçu par l'Echiquier du 1^{er} avril au 31 décembre 1921 accuse une diminution de 25 0/0.

Dans ces conditions, qu'est-il advenu de l'amortissement ? le chancelier de l'Echiquier s'est expliqué sur ce point à la Chambre des Communes : à la séance du 9 novembre 1921 il annonça la disparition des 176 millions d'excédents peu à peu absorbés par le déficit. Les impôts ordinaires ont donné des rendements satisfaisants ; mais de grosses dépenses ont dû être effectuées, en raison notamment de la grève du charbon ; 97 millions ont dû y être consacrés.

Les 80 autres millions disparaissent de leur côté par le fait du fléchissement très marqué des ressources anormales

de l'Echiquier : impôt sur les bénéfices de guerre et produit de la vente des stocks.

L'amortissement se trouve ainsi complètement arrêté. Bien plus la dette a même subi une augmentation sensible depuis le 1^{er} avril 1921. De 7.573 millions elle est remontée à 7.748 millions.

La différence est due pour plus de 100 millions aux conditions onéreuses de la conversion du mois de mai, pour le surplus au déficit budgétaire. En y joignant les « other capital liabilities » la dette s'élève au 1^{er} janvier 1922 à 7.799 millions de livres contre 7.832 au 1^{er} janvier 1921.

Une partie des progrès accomplis a ainsi été annihilée par l'effet du changement de circonstances économiques et financières.

Les prochaines années s'annoncent elles-mêmes comme assez difficiles. De l'avis général il n'est plus possible de recourir à de nouvelles mesures fiscales ; on a atteint avec la loi de budget de 1920 au maximum de taxation supportable ; peut-être faudra-t-il même apporter à certains impôts de légères atténuations.

Il faut donc de toute nécessité réaliser des économies. Une circulaire du Trésor envoyée en mai 1921 aux différents départements ministériels entre résolument dans cette voie. A l'appui de ses demandes d'économies elle essaie d'établir quelques prévisions pour 1922-1923 (Treasury circular issued as a white paper. Cmd 1309).

Pour les intérêts de la dette américaine dont le paiement devait commencer en avril 1922 et pour les amortissements obligatoires, 100 millions de livres paraissaient nécessaires. Les intérêts de la dette intérieure et autres services du fonds consolidé exigeant 365 millions, le service de la dette absor bait ainsi à lui seul 465 millions. Les revenus ordinaires étant de leur côté évalués à 950 millions il restait pour les services 485 millions. Or l'ensemble des crédits qu'ils avaient obtenus pour 1921-1922 atteignait 603 millions.

La circulaire concluait en demandant aux services d'étudier les moyens de réaliser pour l'année suivante une réduction de 113 millions.

Les propositions faites en réponse à cette circulaire permettaient de compter à la fin d'août, que 70 millions pourraient être effectivement retranchés. Afin de compléter cet effort, un comité extraparlémentaire (Outside Committee) présidé par sir Eric Geddes a été créé à la même époque ; il doit s'occuper exclusivement de la question des économies (1).

Ainsi les Anglais ont compris la leçon des faits. Ils se sont rendu compte de ce que l'amortissement effectué en 1920 avait d'artificiel. La période de prospérité momentanée qui l'avait permis a été due elle-même à la coïncidence de deux faits : les rentrées des ressources extraordinaires et un essor économique soudain qui accrut le rendement des impôts. Ces deux ordres de circonstances ont disparu à peu près simultanément et rompu du même coup l'équilibre budgétaire qui reposait sur elles. Les budgets actuels sont encore loin même en Angleterre d'être arrivés à la stabilité. Ils traversent en ce moment une période d'adaptation qui pour beaucoup de pays n'en est peut-être qu'à ses débuts. Déjà fort accru dans les années qui précédèrent 1914, le rôle de l'Etat a été en effet démesurément enflé pendant la guerre ; sous la pression des circonstances ses interventions se sont multipliées dans les domaines les plus divers. Sans parler du gaspillage qui les a accompagnées dans tous les pays, il est évident que ce rôle, prépondérant, même légitime, doit être réduit dans une certaine mesure ; cette mesure semble ne pas avoir été atteinte.

Les Anglais reconnaissent aujourd'hui que des services même désirables en eux-mêmes doivent disparaître et que la nécessité financière doit tout primer. Une réaction vigoureuse est indispensable. Peut-être même l'étatisme va-t-il subir relativement à l'époque qui a précédé la guerre une régression appréciable. Le développement et l'existence même des services publics se heurtent en effet à l'intérieur du budget à la concurrence énormément accrue de la dette. Une

1. Le rapport du comité Geddes publié récemment, conclut à la nécessité de très fortes compressions de dépenses, notamment en ce qui concerne les services de l'armée et de la marine. Il fait actuellement l'objet, à la Chambre des Communes, de très vives discussions (février 1922).

diminution des interventions de l'Etat devrait être la conséquence logique de l'endettement considérable dont il est actuellement chargé. A ce prix on pourrait remédier aux embarras budgétaires de l'heure présente. Mais un pareil retour en arrière est naturellement extrêmement difficile ; une foule d'obstacles s'y opposent.

Ici encore cependant, malgré les erreurs qu'a pu comporter sa politique financière l'Angleterre donne l'exemple. Elle doit sans doute de pouvoir le faire à la situation privilégiée dans laquelle elle se trouve ; cet exemple n'en est pas moins extrêmement méritoire.

Vu : le Président de la thèse,

ALLIX

Vu : le Doyen,
LARNAUDE

Vu et permis d'imprimer,
Le Recteur de l'Académie de Paris,

P. APPELL

BIBLIOGRAPHIE

Economist.

Statist.

Times.

Commercial and Financial Chronicle.

Parliamentary Papers.

Statistical abstract for the United Kingdom (1921).

Bulletin de Statistique et de législation comparée.

JÈZE (G.). — Finances de guerre de l'Angleterre (1915-1917).

— Articles parus dans la Revue de Science et de législation financière.

LACHAPELLE. — Les finances britanniques avant et pendant la guerre.

RIST (CHARLES). — Les Finances de guerre de l'Allemagne.

PIGOU (A. C.). — The probleme of National debt (Contemporary Review, décembre 1919).

PEYSTER (DE). — Finances britanniques d'après-guerre (Revue des Sciences politiques, juin 1920).

MARTIN (ETIENNE). — Histoire financière et économique de l'Angleterre.

TABLE DES MATIÈRES

PREMIÈRE PARTIE

DETTE INTÉRIEURE

	Pages
INTRODUCTION.	7
CHAPITRE PREMIER. — <i>Les emprunts intérieurs au début de la guerre à décembre 1915.</i>	10
§ 1. — Les premiers mois de la guerre	10
§ 2. — L'Emprunt 3 1/2 0/0 de 350 millions	11
§ 3. — La Trésorerie au début de 1915	16
§ 4. — L'Emprunt 4 1/2 0/0 (1925-1945).	17
CHAPITRE II. — <i>Deuxième période de guerre : de novembre 1915 à octobre 1917.</i>	21
§ 1. — Les émissions d'Exchequer Bonds. Les certificats d'Epargne	21
§ 2. — L'Emprunt de la Victoire 4 et 5 0/0	29
§ 3. — Les opérations de Trésorerie dans la période qui suivit l'Emprunt de la Victoire (mars à octobre 1917). Nouveaux Exchequer bonds 50/0	35
CHAPITRE III. — <i>Troisième période de guerre : octobre 1917 à juin 1919.</i>	39
§ 1. — Adoption d'une nouvelle politique d'emprunt.	39
§ 2. — Les trois premières séries de Nat. War bonds : octobre 1917 à janvier 1919	41
§ 3. — La quatrième série de Nat. War bonds ; résultats finals de la période	46
CHAPITRE IV. — <i>Première période de paix : juin 1919 à mai 1921.</i>	49
§ 1. — Emprunt de Consolidation (juin-juillet 1919).	49

§ 2. — Les opérations de Trésorerie de juillet 1919 à mai 1920.	52
§ 3. — La Trésorerie de mai 1920 à mai 1921. Treasury bonds à cinq-quinze ans	57
CHAPITRE V. — <i>Année financière 1921-1922. Nouvelles opérations de consolidation.</i>	60
§ 1. — Changement de politique pour l'émission des bons du Trésor.	60
§ 2. — L'Emprunt de Conversion 3 1/2 0/0	62
§ 3. — Treasury Bonds 5 1/2 0/0 et 5 0/0. Situation actuelle.	64

DEUXIÈME PARTIE

DETTE EXTÉRIEURE

CHAPITRE PREMIER. — <i>La dette envers les Etats-Unis.</i>	73
§ 1. — Premières opérations. Emprunt franco-anglais de 1913.	73
§ 2. — Les emprunts collatéraux	75
§ 3. — Les avances du Trésor fédéral à l'Angleterre	78
§ 4. — Remboursements et consolidation des emprunts collatéraux.	81
§ 5. — Le problème des avances américaines.	85
CHAPITRE II. — <i>Autres opérations d'emprunt extérieures.</i>	90
§ 1. — Emprunts anglais au Canada	90
§ 2. — Emprunts anglais au Japon.	92
§ 3. — Autres emprunts. Tableau d'ensemble de la dette extérieure anglaise	93

TROISIÈME PARTIE

LES CONSÉQUENCES DE LA POLITIQUE D'EMPRUNT DE L'ANGLETERRE LA SITUATION ACTUELLE

CHAPITRE PREMIER. — <i>Les grandes lignes de la politique anglaise.</i>	98
§ 1. — Aspect général de l'histoire des émissions anglaises	98
§ 2. — Emprunts et inflation.	100
§ 3. — Méthodes d'emprunt. Emprunts amortissables.	104

CHAPITRE II. — <i>La situation actuelle.</i>	107
§ 1. — Les chiffres atteints, leur signification	107
§ 2. — Remèdes proposés	110
CHAPITRE III. — <i>L'amortissement</i>	114
§ 1. — Le plan d'amortissement de M. Chamberlain	114
§ 2. — Les amortissements effectués en 1920-1921.	118
§ 3. — L'amortissement en 1921-1922.	120

